جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

ماجستير أسواق مالية



أثر تقلبات أسعار النفط على أداء الأسهم في السوق السعودية

"The Impact of Oil Price Fluctuations on the" Performance of Shares in the Saudi market

دراسة استكمالاً لنيل شهادة الماجستير في الأسواق المالية

إعداد الطالبة: منى حسين

إشراف الدكتورة :د.رانيا زرير

مشرف مشارك : د.رغيد قصوعة

2013-2014

أثر تقلبات أسعار النفط في أداء الأسهم في السوق السعودية

(أعضاء لجنة الحكم والمناقشة المؤلفة من السادة)

١ – الدكتور : فريد الجاعوني

الأستاذ في قسم الاحصاء التطبيقي – كلية الاقتصاد – جامعة دمشق- عضواً ....

٢ – الدكتور: أسامة سعيد

الأستاذ المساعد في الجامعة الافتراضية – إدارة الأعمال المصرفية - عضواً ....

٣ – الدكتورة : رانيا الزرير

المدرسة في قسم المصارف والتأمين – كلية الاقتصاد – جامعة دمشق – عضواً مشرفاً ....

الفهرس

ABSTRACT

Prepared by :

Muna Mahmud Hussein

Supervised :

Prof. Rania Zrer

Assistant Supervised :

Raghed kassoua

The purpose of this study is to identify the relationship between Money Market and Commodity Market by follow to impact of oil price fluctuations on the performance in the Money Market. To obtaining an actual research we used a data date for Saudi Market and OPEC Reference Basket from 2007 to 2011.

The study founded some of conclusions:

- There is significant statistical relationship between OPEC Reference and Tasi.
- There is significant statistical relationship between OPEC Reference and Banks & Financial Services Index.
- There is significant statistical relationship between OPEC Reference and Petrochemical Industries Index.
- There is significant statistical relationship between OPEC Reference and Industrial Investment Index.

الملخص

يهدف هذا البحث لتوصيف العلاقة التي تتفاعل من خلالها أسواق المال مع أسواق السلع،حيث سنقوم بتتبع هذه العلاقة عبر تسليط الضوء على أثر التقلب في أسعار النفط على عوائد الأسهم في الأسواق المالية ، وسنستعين بالبيانات التاريخية الشهرية لكل من سوق الأسهم السعودية وأسعار سلة أوبك ابتداءَ من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١١ لنصل إلى بحث واقعيّ ونتائجه قابلة للتعميم ، وقد توصلنا للنتائج الآتية :

- يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر سلة أوبك ومؤشر تاسي .
- يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر سلة أوبك ومؤشر البنوك والخدمات المالية.
- يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر سلة أوبك ومؤشر الصناعات البتروكيماوية.
- يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر سلة أوبك ومؤشر الاستثمار الصناعي .

المقدمة

تعود بدايات ظهور سوق الأسهم السعودي إلى منتصف الثلاثينيات عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات في عام ١٩٣٤ م كأول شركة مساهمة سعودية ، وقد تكرس دوره كقناة من قنوات توظيف الأموال بعد حدوث الطفرة النفطية الأولى في عام ١٩٧٣ م وسعودة البنوك التجارية في المملكة أواسط السبعينات الذي ترافق مع السماح للمواطنين بالمساهمة في ملكيتها ، وفيما يشكل القطاع النفطي واحد من أهم القطاعات في الاقتصاد السعودي نجد أن مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي خلال عام ٢٠١١ يقدر بنسبة %٥٦,٨[١]، تبعاً لذلك ومع الآخذ بعين الاعتبار أن السعودية من الدول الأعضاء في منظمة أوبك سيكون للتغير في أسعار النفط أثراً واضح في سوق الأسهم السعودي عبر عدة مداخل :

١- التغير في الإنفاق الحكومي .

٢- تكاليف الإنتاج بالنسبة للقطاعات التي يشكل فيها النفط مادة أولية .

وفقاً لما سبق سيتضمن هذا البحث دراسة أثر وطبيعة العلاقة التي تربط التغيرات في أسعار النفط على أداء عدد من قطاعات سوق الأسهم السعودي.

[١] مؤسسة النقد العربي ٢٠١١ ، التقرير السنوي ، العدد السابع والأربعون .

أهمية البحث

إن اعتماد السعودية على النفط وعوائده كسلعة أساسية لتمويل برامجها التنموية ، حيث تشكل إيراداتها ما نسبته من إجمالي الناتج القومي السعودي مما جعل مؤشرات الاقتصاد الكلي ومن بينها سوق الأسهم السعودي شديدة الحساسية لتقلبات أسعار النفط ، ومن هنا تبرز أهمية البحث في فهم طبيعة العلاقة بين تقلبات أسعار النفط ومؤشرات الأسواق المالية وذلك من أجل التحوط من الآثار السلبية التي قد تنتج عنها .

بالنتيجة إن فهم هذه العلاقة سيكون مهماً جداً للمتحوطين ، و مديريّ المحافظ ، و المحللين الماليين مع الإشارة إلى إهمال صغار المتداولين لهذا النوع من التحليل لاعتمادهم المستمر على التوصيات الجاهزة أو تركيزهم على نمط واحد من التحليل مما يحرمهم من المزايا التي قد تتحقق لهم من تنويع أدواتهم فيه ، فالمحلل الحاذق هو الذي يتابع جميع الأسواق ليستطيع من خلال ذلك دعم قراءته للسوق وتلمس اتجاهاتها المستقبلية مما سيوفر له وبناءً على تفاعلات الأسواق مجالاً واسعاً من الاحتمالات ستعتمد في بنائها على العلاقات التقاطعية لهذه الأسواق.

أهداف البحث

يمكن تلخيص أهداف البحث بمجموعة من النقاط :

- الوصول إلى طبيعة العلاقة التي تربط تقلبات مؤشر سلة أوبك بمؤشرات سوق الأسهم السعودي.
- بيان المؤشر الأكثر تأثراً بتقلبات مؤشر سلة أوبك من بين مؤشرات البحث.
- المفاضلة والخروج باستنتاجات تفيد المستثمرين على اختلاف ميولهم الاستثمارية في الوصول إلى التوظيف الأمثل لأموالهم .

مشكلة البحث

يتمثل جوهر مشكلة البحث حول تسليط الضوء على أثر سعر سلة أوبك في أسعار أسهم السوق السعودية و الذي نعبر عنها بالاستفسار الآتي :

هل يؤثر مؤشر سلة أوبك في مؤشر السوق الرئيسي (تاسي) ضمن سوق الأسهم السعودية ؟

والذي ينتج عنه مجموعة من الأسئلة الفرعية التي ستخدم الهدف الثاني للبحث الممثل بمعرفة القطاعات الأكثر تأثراً بأسعار النفط وهي على التوالي :

١. هل يؤثر مؤشر سلة أوبك في مؤشر الصناعات البترو كيماوية ضمن سوق الأسهم السعودية ؟
٢. هل يؤثر مؤشر سلة أوبك في مؤشر المصارف والخدمات المالية ضمن سوق الأسهم السعودية ؟
٣. هل يؤثر مؤشر سلة أوبك في مؤشر الاستثمار الصناعي؟

فرضيات البحث

يقوم البحث على الفرضيات الآتية :

- **الفرضية الأساسية : لا يوجد تأثير لسلة أوبك على مؤشر السوق الرئيسي (تاسي) في سوق الأسهم السعودية.**
- **الفرضيات الفرعية :**

بهدف الوصول إلى نتائج أكثر دقة حول طبيعة العلاقة بين مؤشر سلة أوبك ومؤشرات سوق الأسهم السعودي ونظراً لاختلاف تأثر المؤشرات القطاعية به قمنا باختبار الفرضيات الفرعية الآتية توخياً للدقة في معرفة الأثر الكمي للتغير في مؤشر سلة أوبك على كل قطاع من قطاعات الدراسة

الفرضية الأولى :لا يوجد علاقة ذات دلالة معنوية بين تقلبات مؤشر سلة أوبك و تقلبات مؤشر الصناعات البترو كيماوية ؟

الفرضية الثانية :لا يوجد علاقة ذات دلالة معنوية بين تقلبات مؤشر سلة أوبك و تقلبات مؤشر المصارف والخدمات المالية ؟

الفرضية الثالثة :لا يوجد علاقة ذات دلالة معنوية بين تقلبات مؤشر سلة أوبك و تقلبات مؤشر الاستثمار الصناعي ؟

منهجية البحث العلمي

يذكر أن منـهج البحث وصفي تحليلي ينطوي على مرحلتين أساسيتين :

المرحلة الأولى وهي مرحلة جمع البيانات والتي حصلنا عليها من عدة مصادر هي :

- الموقع الرسمي لسوق الأسهم السعودي.
- الموقع الرسمي لأوبك.
- الدراسات والبحوث السابقة.

المرحلة الثانيـة وهي مرحلـة التحليل ومعالجـة البيانـات ، وهو تحليل وصفي استدلالي ،حيث سيتم اختبار معنوية العلاقة التي تربط أسعار سلة أوبك كمتغير مستقل بمؤشرات سوق الأسهم السعودي (مؤشر السوق الرئيسي ،مؤشر صناعة البترو كيماوية ،مؤشر المصارف والخدمات المالية ،مؤشر الاستثمار الصناعي) كمتغيرات تابعة مستخدمين لذلك الحزمة البرمجية الخاصة ببرنامج (e-views).

مجتمع و عينة الدراسة

تمثل قطاعات سوق الأسهم السعودية مجتمع الدراسة وعددها /١٥/ قطاع، واختير منه كعينة للدراسة مؤشرات القطاعات الثلاث وهي : (قطاع الصناعات البتروكيماوية ، و قطاع المصارف والخدمات المالية ، و قطاع الاستثمار الصناعي) بالإضافة لمؤشر السوق الرئيسي(تاسي) .

فيما سيتم دراسة علاقة القطاعات الآنفة الذكر بتقلبات أسعار النفط عبر سلسلة من الزمن تمتد من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١١ بواقع بيانات يومية لخمسة أيام عمل وبالتالي فإن عدد المشاهدات لهذه السلسلة بحدود /١٢٥٠ مشاهدة/ ، مع العلم أننا سنحاول الحرص على حداثة البيانات المتعلقة بهذه القطاعات حتى نضمن ارتباط البحث بالواقع الحالي لأسواق الأسهم و النفط و بالتالي الوصول لنتائج واقعية يمكن تعميمها .

الدراسات السابقة :

نظراً لاختلاف تأثير أسعار النفط على الاقتصاد الكلي بشكل عام وعلى أسواق المال بشكل خاص يمكننا تقسيم الدراسات السابقة :

<u>أولاً : الدراسات الخاصة بالدول المستوردة :</u>

- **دراسة [١] Attiya , Eatzaz (2009) :**

استخدمت هذه الدراسة المتغيرات الاقتصادية وعائد السوق كمنظومة لاستكشاف مصادر الخطر التي تشرح التغيرات في عوائد الأسهم سوق كراتشي في الباكستان خلال عامي ١٩٩٣-٢٠٠٤ ؛ واستعانت بنموذج العوامل المتعددة Capital Assets Pricing Model إضافة إلى نموذج Grach-M فيما خلصت الدراسة إلى أن كلاً من (معدل النمو ، التضخم ، معدل الطلب على النقود) تشرح تقلبات عوائد الأسهم فيما يشرح خطر أسعار الصرف وخطر أسعار النفط جزء من تلك التقلبات خلال فترة البحث.

- **دراسة أعدها المرصد الاقتصادي في الجامعة الأردنية بعنوان (أسواق الأسهم في الأردن و تركيا وتونس لم تتأثر بتغيرات أسعار البترول العالمية)[٢] في ٢٤أيار٢٠٠٥، وتم خص هذه الأسواق بهذه الدراسة لسببين :**

a. هذه الدول مستوردة للنفط .

b. أسواقها حساسة للتغيرات في أسعاره .

خلصت الدراسة إلى أن التطورات المفاجئة وقصيرة الأجل في الأسعار الدولية الحرة للنفط تؤثر بدلالة إحصائية عالية على الاقتصاد الكلي ولكن بحجم محدود وذلك لأن مؤشر الكلفة المحلية للنفط الخام قد شوّه من خلال سياسات الدعم والمعاملة التفاضلية التي منحت سابقاً في الأردن مما جعله غير مؤثر على الأداء الاقتصادي الكلي ممثلاً بمعدليّ النمو الحقيقي والتضخم وأكد على أهمية تركيز صانعي السياسات الاقتصادية ومديري المحافظ الاستثمارية على العوامل الاقتصادية مثل أسعار الفائدة ، ومؤشر الإنتاج الصناعي عند التنبؤ بأسعار الأسهم

---

[1] Attiya Y. Javid, Eatzaz Ahmad,2009, International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 25 (2009), Testing Multifactor Capital Asset Pricing Model in Case of Pakistani Market

[٢] دراسة المرصد الاقتصادي في الجامعة الأردنية في ٢٤/مايو /٢٠٠٥

ودعت لضرورة التركيز على أثر النفط على قطاعات أخرى مثل الصناعة والتجارة والخدمات لمعرفة مدى انعكاس هذه الأسعار على التكاليف والأسعار وبالتالي على سعر المنتج النهائي.

دراسة (2001) Papapertrou :[3]

هدفت هذه الدراسة إلى شرح ديناميكية العلاقة بين تغيرات أسعار النفط ، أسعار القطاع الحقيقي،أسعار الفائدة ، النشاط الاقتصادي الحقيقي والتوظيف في اليونان بين عاميّ ١٩٨٩ و ١٩٩٩ واستخدم الباحث الإنتاج الصناعي والتوظيف لقياس النشاط الاقتصادي علماً أن النتائج أشارت إلى أن لتقلبات أسعار النفط أثر سلبي على الإنتاج الصناعي والتوظيف فيما يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى انخفاض عوائد الأسهم .

دراسة (1999) Timothy ,Robert :[4]

هدف البحث لاكتشاف حساسية عوائد أسهم الصناعات الاسترالية إلى أسعار النفط وتوصل الباحثون إلى النتائج التالية:

- ✓ اختلاف درجة تأثر عوائد الصناعات إلى التقلب في أسعار النفط .
- ✓ هناك علاقة إيجابية بين أسعار النفط وصناعات (النفط ،الغاز ،مشتقات الطاقة).
- ✓ هناك علاقة سلبية بين أسعار النفط وصناعات (الورق،الحقائب ،وسائل النقل)
- ✓ لاحظ الباحثون تخطي بعض الشركات لآثر التغيرات في أسعار النفط من خلال نقله إلى المستهلك أو التحوط ضده ،حيث آخذت هذه النتائج بعين الاعتبار في إدارة الصناعات و ولدى صانعي القرار.

---

[3] Papapertrou, E.(2001),Oil price shocks ,Stock market ,Economic Activity and Employed in Greece, Energy Economics,Vol.23,511-532.
[4] Timothy, Robert, 1999, Oil price risk and the Australian stock market, Journal of Energy Finance and Development, 4(1999) 69-87.

ثانياً : الدراسات الخاصة بالدول المصدرة :

- دراسة (2005) Hammoudheh ,H.Li:[5]

استعان الباحثون بهذه الدراسة بنموذجيّ المراجحة (Arbitrage Pricing) و (Value at Risk) بهدف:

- فحص ومقارنة حساسية أسعار النفط إلى عوائد الأسهم في الدول النفطية مثل مكسيكو وغيرها دون أن تتضمن دول الخليج العربي إضافة إلى صناعتان أساسيتان وحساستان للنفط (نفط الولايات المتحدة الأمريكية ، صناعات وسائل النقل).
- فحص ومقارنة حساسية النفط للعوائد مع حساسيتها للخطر المنهجي آخذين بعين الاعتبار سوق رأس المال العالمي .

وقد أشارت نتائج هذه الدراسة إلى :

- أن نمو أسعار النفط يقود عوائد الأسهم في البلدان المصدرة للنفط والصناعات النفطية في الولايات المتحدة الأمريكية علماَ أنها الأكثر حساسية.
- حساسية النفط إيجابية بالنسبة لمؤشر نفط الولايات المتحدة ومؤشر أسهم النرويج بينما سلبية لمؤشر صناعة وسائل النقل الأمريكية آخذين بعين الاعتبار أنها غير حساسة في مكسيكو.
- يعتبر المستثمرون المخاطر المنتظمة أهم من حساسية النفط في تسعير عائدات النفط الحساسة بغض النظر عن اتجاه سوق رأس المال العالمي.

[5] Hammoudeh, Li, 2005, Oil sensitivity and systemic risk in oil sensitive stock indices, Journal of Economic and Business 57(2005)1-21.

دراسة Sadorsky (1999) : [6]

تضمن استخدام نموذج Vector auto regression في تتبع العلاقة بين أسعار النفط ،معدل الفائدة قصير الأجل، مؤشر الإنتاج الصناعي ، مؤشر سعر المستهلك وأسواق الأسهم في USA بين عاميّ ١٩٥٠-١٩٩٦ ونتج عنها :

- إن تقلبات أسعار الفائدة ذات تأثير أكبر في أسعار الأسهم من أسعار النفط والإنتاج الصناعي .
- في ضوء تقسيم الباحث الدراسة إلى فترتين ١٩٥٠:٠١ إلى ١٩٨٥:١٢ و من ١٩٨٦:٠١ إلى ١٩٩٦:٠٤ تبين أن تقلبات أسعار النفط خلال الفترة ثانية تلعب دور كبير في شرح تقلبات عوائد الأسهم الحقيقية والإنتاج الصناعي .
- إن التقلبات السلبية لأسعار النفط لها تأثير أكبر من التقلبات الإيجابية في أسواق الأسهم ومستوى النشاط الاقتصادي حيث أن الزيادة في تقلبات أسعار النفط لها تأثير سلبي على أسواق الأسهم.

دراسة Huang ,Masulis and Stoll (1996) :[7]

تعارضت نتيجة هذه الدراسة مع ما توصل له Sadorsky فقد النتيجة بأن عوائد عقود النفط المستقبلية تقود عوائد بعض أسهم شركات النفط الفردية ولكن لا تؤثر بشكل واسع على مؤشرات الأسهم مثل S&P 500.

---

[6] Perry Sadorsky ,Oil Price Shocks and Stock Market Activity , Energy Economics ,Elsevier,Vol.21(2),pages 449-469(1999).

[7] Huang ,R.D, Masulis,R.W, and H.R Stoll (1996)"Energy Shocks and Financial Markets", Journal of Futures Market ,16,1-27.

❋ دراسة أ.د.أحمد ألهيتي ، أ.د.بختيار صابر محمد (٢٠١١):[٨]

يهدف البحث إلى بناء المسارات النظرية بين السوقين وانعكاس تقلبات أسواق النفط في مؤشرات أداء أسواقها المالية انطلاقاً من فرضية البحث التي تذكر أن تقلبات أسواق النفط لها تأثير على المتغيرات الكلية في دول الخليج العربي ثم انتقال التأثير إلى أداء الأسواق المالية ، وتوصلت إلى أن حركة أسواق الخليجية ومنها السعودية تتجه عكس أكثر الأسواق في العالم لكونها دول ريعية وبالتالي تمثل أسواق بديلة لتنويع الأسهم وتشكيل المحفظة.

وعليه اقترحت الدراسة :

- تنويع مصادر الدخل في الدول الخليجية لتلافي الآثار الناجمة عن تقلبات أسواق النفط وإمكانية التراجع في الاحتياطي و الإنتاج وفق مستويات النضوب .
- زيادة نشاط أسواق الأوراق المالية الناشئة في دول الخليج وذلك من خلال التعاون المشترك بينها وتنويع الأدوات الاستثمارية فيها.

ثالثاً : الدراسات تتضمن دول المصدرة ودول مستوردة :

❋**رسالة ماجستير بعنوان (العلاقة بين تحركات أسعار النفط و مؤشرات الأسهم) بإشراف الدكتور حاتم طي و الدكتور خالد الجعفري من الأكاديمية العربية** حيث تناول الباحث هذه العلاقة عبر مناقشة واختبار عدة نقاط وهي :

_إن أسعار النفط لا تؤثر على مؤشر سوق الولايات المتحدة .

_ إن أسعار النفط لا تؤثر على مؤشر السوق البريطانية

_ إن أسعار النفط لا تؤثر على مؤشر سوق الآسيوية .

وتوصل بالنتيجة إلى أن مؤشر السوق البريطاني هو المؤشر الوحيد الذي لا يتأثر بأسعار النفط و تحركاتها .

---

[٨] أ.د.ألهيتي أحمد ،أ.د.محمد بختيار ،٢٠١١، أثر تقلبات الإيرادات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي ،مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية ، المجلد ٤، عدد ٧، العراق.

❋ دراسة (Basher and Sadorsky (2006 :[٩]

تهدف هذه الدراسة لاستكشاف العلاقة بين أسعار النفط وعوائد الأسهم في إحدى وعشرين سوق مالية ناشئة من ضمنها (الأرجنتين، تشيلي، البرازيل ، كولومبيا، الهند ، تايلاند ، مكسيكو، باكستان ،كوريا ،سيرلانكا ، شمال إفريقيا ، وغيرها) إضافة لمؤشر السوق العالمي (MSCI) أو (Morgan Stanley Capital International)بين عاميّ ١٩٩٢-٢٠٠٥ ، حيث استخدم نموذج international factor في تحقيق هدف الدراسة وتوصلت إلى :

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين عامل خطر أسعار النفط وعوائد الأسهم عند مستوى دلالة ١٠%.
- العلاقة بين عامل خطر أسواق النفط و وعوائد الأسهم طردية عند ارتفاع أسعار النفط بينما تكون عكسية عند انخفاض أسعاره.
- عامل خطر أسعار النفط يلعب دور هام في تحديد عوائد أسواق الأسهم الناشئة.

بناء على ما سبق سنجد أن أهم ما يميز هذا البحث هو تركيزه على واحدة من أهم الدول المصدرة للنفط والتي تمتلك من الاحتياطي ما يعادل ٤٢% من إجمالي احتياطي النفطي العالمي مع الآخذ بعين الاعتبار أن الناتج القومي لها يرتكز بشكل أساسي على النفط وبالتالي تكمن أهمية البحث في معرفة طبيعة العلاقة بين السوقين المالي والنفطي وانعكاس تقلبات أسواق النفط في مؤشرات أداء أسواقها المالية.

---

[9] Perry Sadorsky A.Basher. Global Finance Journal ,Elsevier,Vol.17(2) ,Pages 224-251(2004).

الفصل الأول : تعريف بسوق الأسهم السعودية وسوق النفط

المبحث الأول : الأسواق المالية .

المبحث الثاني : سوق الأسهم السعودية

المبحث الثالث :سوق النفط .

الفصل الأول :

المبحث الأول : الأسواق المالية

مدخل للأسواق المالية :

نظراً لأهمية السوق المالي في تعظيم ثروة المستثمرين واستقطاب ثروتهم تم عرض ملخص عن الأسواق المالية (نشأتها،مفهومها،تطورها،أهدافها، وظائفها) قبل عرض التطور التاريخي للسوق الأسهم السعودي وفقاً للآتي:

أولاً: **نشأة السوق المالي :**

ظهرت أول سوق مالي في العالم ببلجيكا عام ١٥٣١ م حيث كان يفد التجار إلى مدينة بروج للإقامة بفندق عائلة "فاندر بورص "التي احترفت آنذاك الصرافة ويرجح بأن كلمة بورصة اشتقت من اسمهم.
و نجد أن العالم الاقتصادي احتضن الكثير من التطورات بدءاً بالثورة الصناعية وتطور الفكر الاقتصادي الذي كان مرتكزاً آنذاك على مبدأ التخصص وتقسيم العمل الذي أوجد الحاجة لوجود الشركات المساهمة خاصة أن إنتاج السلع أصبح يحتاج إلى أدوات إنتاجية جديدة وموارد مالية ضخمة تفوق القدرة الفردية للمستثمر .
بعد ذلك وفي عام ١٦٠٢ قام الهولنديون بافتتاح سوقهم في أمستردام تحت جسر Amstel" حيث كان الوسطاء يتبادلون أسهم شركة الهند الشرقية لتأمين الأموال اللازمة لغزو أمريكا ، في حين أن بداية سوق الأوراق المالية في لندن كانت من "مقهى جوناثان " حيث قرر صاحب المقهى "جوناثان كاستينج (Jonathan Castaing) عرض قوائم البضائع و الأسهم للمهتمين تحت اسم (مجموعة الأسهم والأشياء الأخرى) أو (The Course of the Exchange and other) فيما تغير اسم المقهى منذ دخوله مرحلة النمو عام ١٧٢٥ م إلى "سوق الأوراق المالية"،وذلك عند استقطابه للوسطاء العاملين في لندن بعام ١٧٧٣ م ، فصرح "جون تايلور " قائلاً :

> " نبيع ونشتري تذاكر يانصيب الجديدة ،وبطاقات التموين البحري ، وسندات شركة الهند الشرقية ، وغيرها من السندات العامة !"[1]

سُجل أول ظهور لسوق في الولايات المتحدة في ولاية فيلادلفيا عام ١٧٩٢ م عندما اجتمع ٢٤ رجل أعمال في حديقة الحصن بقيادة "جون ساتون وبنجامين جاي " فقد وُقع خلاله اتفاقية "باتونوود Buttonwood" لتأسيس شركة الوسطاء لبيع الأسهم (Brokers for the sale of Public stocks)

[1] www.londonstockexchange.com

وفتحوا مكتب لهم باسم "مكتب تبادل الأسهم (The stock Exchange office) "، في البداية كانت تُعرض الأوراق المالية (تذاكر اليانصيب ،السندات ،الأسهم) عند الظهر من كل يوم في مزاد علني وعلى البائع دفع عمولة للمكتب عن كل ورقة مالية تباع له .[٢]

أما أولى البورصات في الوطن العربي فكانت في الإسكندرية حيث تمت أول صفقة قطن في عام ١٨٨٥ بمقهى أوروبا السكندري بميدان " Des Consuis" والذي أطلق عليه لاحقاً ميدان محمد علي و كان المتعاملون في هذه السوق ينتظرون صحيفة الأنباء من أوروبا لترشيد عملياتهم علماً أن احترام المواعيد والمصداقية كانت جوهر تحقيق الربح بالنسبة لهؤلاء المتعاملين ،إلا أنه ومع تزايد العمل تم أنشأ هيئة الإسكندرية للقطن التي سميت فيما بعد ب " بالهيئة السكندرية العامة للغلة " بغرض التجارة في القطن و بذوره و الحبوب ضمن الأسواق الفورية و الآجلة، ثم و في عام ١٩٠٣ كان ميلاد بورصة القاهرة [٣] التي تلاها ظهور أسواق عديدة في الوطن العربي منها السعودية ، دبي ، عُمان ، الكويت،لبنان ، فلسطين و غيرها و لا يجب أن نغفل سوق دمشق للأوراق المالية التي دخلت طور العمل بموجب المرسوم التشريعي رقم /٥٥/ الصادر عن السيد رئيس الجمهورية بشار الأسد في ١/١٠/ ٢٠٠٦ .

ثانياً: مفهوم الأسواق المالية:

حيث نعرف السوق المالي على أنه :

"تجمع تجاري تلتقي فيه إرادة المتعاملون لإجراء صفقات البيع والشراء للأصول المالية المتداولة ،وذلك من خلال الوسطاء والسماسرة الذين يسهلون إجراء الصفقات ،حيث تسهم السوق في تجميع المدخرات الوطنية واستثمارها بحيث تحقق الاستخدام الكفء للموارد المتاحة وتؤدي لزيادة معدلات النمو الاقتصادي".

ثالثاً: تطور الأسواق المالية :

إن الأسواق المالية لم تتمكن من اتخاذ دورها الفعال والحقيقي إلا في القرن التاسع عشر الذي رافقه تطورات كثيرة في مجال العلوم و الكثير من الاختراعات التي استغلت بميادين اقتصادية متعددة إضافة إلى تحسين وتطوير وسائل النقل و المواصلات ، واستغلال الموارد الطبيعية و قد أدت هذه التطورات إلى حدوث انقلاب اقتصادي تمثل بما يلي :

- تركز الأموال في المؤسسات المالية والتجارية والصناعية الضخمة ،والتي تحتاج إلى أموال هائلة كالبنوك الكبرى ،المتاجر الضخمة ،شركات النقل ،وشركات التأمين والاتصالات .

[2] www.chmdde.net
[3] www.egx.com.eg.

- نمو الإنتاج الزراعي والصناعي والتعديني نمواً هائلاً رافقه توسع في الاستهلاك بشكل كبير .
- اتساع دائرة التبادل بين شعوب العالم نتيجة الحملات الاستعمارية وقد شمل هذا التبادل المواد الخام والسلع الأولية من البلدان الخاضعة للاستعمار وانسياب المنتجات الصناعية من الدول الاستعمارية التي وجدت بالدول المستعمرة سوق لتصريف منتجاتها .

وليس ذلك فقط بل أصبحت السوق المنظمة تشكل العمود الفقري للاقتصاد الرأسمالي نتيجة لعدة عوامل هي :

- تسهيل اقتراض الحكومة (تتنوع القروض التي تحصل عليها الحكومات بين القرض الذهبي طويل الأجل والذي ينتهي أجله بعد ١٥ سنة ، و القرض متوسط الأجل بين ٥-١٥ سنة ، و القرض قصير الأجل لمدة ٥ سنوات وغالباً يطلق على هذه السندات مع اختلاف أنواعها بالسندات المذهبة)[٤] مشروعات القطاع الخاص .
- إعلان أسعار الأوراق المالية مما يمكن المستثمرين اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة لمدخراتهم عبر متابعة السوق .
- إصدار القوانين والتشريعات الناظمة لعمل السوق و الخاصة بحماية المستثمرين من عمليات النصب والاحتيال .
- اعتماد حركة السوق المالي كمؤشر اقتصادي هام يشير للوضع الاقتصادي الحالي كونه المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد وحركته .

وقد حققت التطورات الحاصلة عبر التاريخ تقنياً واقتصادياً زيادة هائلة في عدد الأسواق المالية في دول العالم حيث وصل عدد الأسواق في الولايات المتحدة إلى ١٤ بورصة أهمها نيويورك ، بينما اندمجت الأسواق في المملكة المتحدة عام ١٩١٣ م بجهاز واحد هو بورصة لندن ، وارتفع عدد الأسواق في اليابان إلى ٨ أسواق حتى الآن تسيطر فيها بورصة طوكيو على أكثر من٧٥% من مجموع المضاربات في اليابان علماً أنها تعتبر من أكبر البورصات في العالم وأكثرها نشاطاً .

[٤] سوق الأوراق المالية ،موقع الموسوعة المعرفة الشاملة

ومن المثير للاهتمام وجود لغة خاصة بهذه السوق لها مفرداتها الخاصة والفريدة من حيث دلالتها مثل [٥]:

المصطلح	دلالته
قوي ،صلب ،ثابت	ارتفاع الأسعار
خامل ،ناعم ،مستو	انخفاض الأسعار
الدب	المستثمر الذي يبيع أوراقاً مالية عندما ترتفع الأسعار على أمل شراء ما باع عند انخفاض الأسعار ويسمى السوق بهذا الاسم عندما تنخفض الأسعار ويحقق هؤلاء أرباح .
الثور	المستثمر الذي يشتري أوراقاً مالية عندما تنخفض الأسعار على أمل أن يبيعها عندما ترتفع الأسعار ويسمى السوق بهذا الاسم عندما ترتفع الأسعار ويحقق هؤلاء أرباح.
الوعل	المستثمر الذي يساهم في شركة على أمل أن يرتفع سعر أسهمها عندما تطرح للتداول في السوق لأول مرة فيبيع أسهمه بسرعة ويحقق أرباحاً.

و لابد أن ننوه إلى أن الأسواق المالية بكل تنظيماتها و قوانينها و تشريعاتها لم تعد وحدة اقتصادية إذا صح القول قاصرة في تأثيرها على بلد معين أو اقتصاد معين خاصة بعدما أصبح العالم قرية صغيرة من خلال العولمة مع الآخذ بعين الاعتبار الأسواق العالمية التي أصبحت حركتها محور تتحرك حوله ومن خلاله أسواق المال الأخرى واقتصادياتها وهذا ما كان واقعاً ملموساً عند حدوث الأزمة المالية والاقتصادية العالمية في عام ٢٠٠٩.

رابعاً: أنواع الأسواق المالية:

١. **بورصة العمل :**مكان التقاء العمال حيث تقترح عليهم خدمات متنوعة .

[٥] موقع الموسوعة المصرفية الشاملة

٢. **بورصة السلع (التجارة) :** يتم التعامل فيها من خلال بيع وشراء عقود تتعلق بسلع أساسية سواء حاصلات زراعية أو مواد خام أو معادن ثمينة فق قواعد وإجراءات تحددها البورصة

٣. **بورصة الأسهم والسندات .**

خامساً: أهداف و وظائف الأسواق المالية:

a. أهداف السوق المالي :

١. تمويل النشاط الاقتصادي بأشكاله المختلفة .

٢. توفير الاحتياجات التمويلية لأصحاب الأعمال سواء قصيرة الأجل أو الطويلة بتكلفة مناسبة .

٣. العمل كأداة ومحرك أساسي للنمو الاقتصادي من خلال :

- توفير مصادر لتمويل النشاط الإنتاجي .
- تحويل المدخرات إلى استثمارات وبالتالي زيادة الإنتاج ومعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي .

b. وظائف سوق المال :

تقوم سوق المال بوظيفتين رئيسيتين هما:

- تعبئة وجذب مدخرات المستثمرين من خلال استخدام سعر الفائدة والعائد كأدوات لجذب المدخرات .
- توزيع وتخصيص هذه الموارد على الاستخدامات المختلفة وذلك من خلال الاختيار السليم لأصحاب الأعمال باستخدام مقياس الكفاءة الإنتاجية والجدارة الائتمانية لضمان حصول المستثمر على العائد الذي يرغب فيه أو يتوقعه في المستقبل .[٦]

[٦] بحث بعنوان قياس دور البورصة في الأداء التنموي للاقتصاد القومي وآثر الأزمة العالمية عليه ،جامعة القاهرة،٢٠٠٨.

الفصل الأول

المبحث الثاني: سوق الأسهم السعودية

التطور التاريخي لسوق الأسهم السعودية :

إن التطور التدريجي الذي شهدته الأسواق المالية وانتقالها من دورها التقليدي كملجأ لهواة الربح والمضاربة إلى أحد أهم المؤشرات الاقتصادية التي لابد من متابعتها و دراسة حركتها بدقة عالية ومهنية ، مما حث الاقتصاديات العالمية على خلق البيئة المناسبة وتكريس كافة الجهود لتوفير المناخ الذي يجعل من هذه السوق صيغة إيجابية و فعالة ضمن الاقتصاد خاصة أنها باتت تشكل وبكل ما تحويه من تنظيمات(قانونية و رقابية و إدارية) إضافة للتحليل المالي و التنبؤات التابعة له العمود الفقري لكل عمل مالي خاصة بعدما أدى بها التطور للخروج من حدود الردهة المغلقة التي تجمع بين المتعاملين إلى سوق لا يحدها أي حدود جغرافية أو سياسية انتقلت فيها الصفقات لتأخذ الصفة العالمية كونها أصبحت تتم عبر الإنترنت. إلا أنه و رغم ذلك لم تستطع الاقتصاديات العربية التي تحررت في الخمسينات من القرن الماضي توفير المناخ الملائم لإنشاء هذه الأسواق نتيجة لتركيزها الدؤوب على إعادة بناء نفسها و ترميم ما هدمه المستعمر بالإضافة إلى انحسار الرساميل بسبب فقدان هذه الاقتصاديات لعوامل جذب الاستثمار ، ذلك لم يعيق بعض الاقتصاديات عن تأسيس النواة لأسواق مالية صغيرة مثل سوق دمشق ، و سوق الأسهم المصرية فيما نمت العديد من الأسواق المالية العربية وتطورت مثل سوق الأسهم السعودي محل الدراسة والتي سنستعرض مراحل تطورها وفقاً للآتي:

المرحلة الأولى :بدأت سوق الأسهم السعودية قبل الثمانينات من القرن العشرين حيث كانت تتسم بما يلي [١]:

- المحدودية في عدد الشركات المساهمة والتي هي (شركة الاسمنت العربية ،البنك الأهلي ، بنك الرياض) إضافة لعدد من البنوك التي اشترت الدولة حصص فيها مما غير مسمياتها مثل البنك السعودي الهولندي .

_ محدودية التعاملات نتيجة القلة في عدد الشركات المساهمة .

_ تتم التعاملات فيها بدون رقابة أو إشراف حكومي إنما عن طريق الاتفاق المباشر بين المتعاملين أو بواسطة مكتب عقاري بعدها تنتقل الملكية عن طريق إدارة شؤون المساهمين في الشركة أو كتابة مبايعة تصدق عليها إحدى البنوك أو الغرف التجارية .

[١] د.الغنام حمد ،تحليل السلاسل الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية ، جامعة الملك سعود ،٢٠٠٢.

المرحلة الثانية أوائل الثمانينات :وقد كانت هذه المرحلة حافلة بالتطورات حيث شهدت السوق[2]:

_ ارتفاع عدد الشركات المساهمة التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام مما جعل من الإشراف الحكومي ضرورة ملحة لتنظيم عمليات البيع والشراء .

_ صدور المرسوم الملكي في عام ١٩٨٣ الذي نص على إيجاد لجنة مشتركة تضم (وزارة المالية و الاقتصاد الوطني ، وزارة التجارة ، مؤسسة النقد العربي السعودية) ، و يعتبر هذه المرسوم أول تنظيم لتعاملات الأسهم فإن هذه اللجنة مسؤولة بالاشتراك مع قسم مراقبة الأسهم التابع لإدارة مراقبة البنوك بمؤسسة النقد عن تداول الأسهم و قد أُصدرت مجموعة من القواعد التنفيذية لتنظيم عمليات التداول التي دخلت طور التطبيق في ٢٣ كانون الأول من عام ١٩٨٤ .

_ إنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم في عام ١٩٨٤ م و برأس مال بلغ ١١ مليون ريال سعودي و أوكل إليها مهمة تسجيل الأسهم و نقل ملكيتها و إصدار الوثائق المطلوبة ، تطور إثر ذلك الإشراف على عمليات التداول فأصبح مركزاً يتم بشكل يومي عن طريق إدارة الرقابة على الأسهم بمؤسسة النقد مما شجع الشركات الأخرى على طرح أسهمها للاكتتاب العام مثل شركة الراجحي للصرافة و التجارة التي تحولت في عام ١٩٨٩ م من تضامنية إلى مساهمة و كانت المفاجئة بتغطية الاكتتاب عليها بأكثر من ٦ مرات لأول مرة بتاريخ الشركات المساهمة مما لفت أنظار المواطنين للأسهم فجرت عمليات البيع في السوق السوداء مما أنعش السوق في ذلك الوقت

المرحلة الثالثة بداية التسعينات :شهدت هذه المرحلة مجموعة من التطورات وهي :

_اعتماد نظام الكتروني مركزي متكامل للتداول و التسويات و المقاصة يسمى ب(ESIS) في عام ١٩٩٠ م علماً أنها إحدى أوائل الدول العربية باعتمادها هذا النظام مثل (مصر ، و الأردن ، و الإمارات العربية المتحدة ، و قطر ، و فلسطين)[3] يتم من خلاله ربط وحدات

---

[2] د.السحيباني صالح ، اللقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية (الخدمات المالية في المملكة السعودية)،سوق الأسهم والنمو الاقتصادي –علاقة الارتباط والسببية ، يونيو ٢٠٠٧

[3] محمود محمد الداغر ،الأسواق المالية ،دار الشروق للنشر عمان ٢٠٠٥ ،ص ٣١٩ .

التداول المركزية بالبنوك بالحاسب الآلي لدى مؤسسة النقد إلا أن الغزو العراقي للكويت آثر سلباً على السوق التي استعادت عافيتها بعد انتهاء الحرب[٤] .

_وصول الأسعار لذروتها في عام ١٩٩٢ ، و صرح عندها وزير المالية السعودي الشيخ محمد بالخيل بأن الارتفاع في أسعار الأسهم هو ارتفاع مبالغ فيه و لا يعكس القيم الحقيقية لها مما أدى إلى انعكاس اتجاه السوق و تزعزع الثقة فيه خوفاً من تجربة سوق المناخ الكويتي الذي شهد تراجعاً في الأسعار مرفقاً بالبيع الجماعي للأسهم " و الذي حدث برأي الباحث نتيجة طبيعية لإتباع سياسة القطيع في التداول و إهمال أهمية اعتماد الدراسة العلمية و التحليلية للسوق و اتجاهاته والظروف التداول في السوق خلال هذه الفترة التي كان يسيطر عليها البيع والشراء العشوائي بحيث لم يلزم الشركات بنشر قوائمها المالية[٥] فقد اعتمد المستثمرون على التنبؤات و التكهنات الهادفة للربح السريع مما أدى إلى انهيار السوق " ، الذي استمر حتى أوائل شهر يونيو عام ١٩٩٥ ليصل المؤشر إلى ١٤٤٠ نقطة.

المرحلة الرابعة: إنشاء هيئة السوق المالية كخطوة إصلاحية إثر أحداث انهيار مايو الشهير في عام ٢٠٠٤[٦]:

صدر نظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/٣٠) بتاريخ ١٤٢٤/٦/٢ هجري ، حيث يهدف النظام إلى إعادة هيكلة السوق المالية على أسس جديدة متطورة من شأنها تعزيز الثقة و الجاذبية للسوق و المستثمرين بما يضمن تعزيز الإفصاح و الشفافية فيما يتعلق بالأوراق المالية ، وتوفير العدالة في التعامل و حماية المتعاملين في الأوراق المالية ، و قد وفر النظام لأول مرة مظلة مرجعية نظامية متكاملة للسوق توضح الهياكل والمؤسسات التنظيمية و الإشرافية و التشغيلية للسوق و تحديد صلاحياتها و مهامها بكل وضوح من خلال الفصل بين الدور الرقابي و الإشرافي و الدور التشغيلي للسوق من خلال استحداث مؤسسات جديدة للسوق و لجان للفصل في المنازعات متمثلة ب:

[٤] مؤسسة النقد العربي السعودي ٢٠٠١ ،التقرير السنوي السابع والثلاثون .

[5] www.ArabicTrader.com

[6] www.taduwal.com

١_ هيئة السوق المالية .

٢_ السوق المالية .

٣_ مركز إيداع الأوراق المالية

٤_لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية .

٥_ لجنة الاستئناف .

حيث عرفت هيئة السوق المالية بأنها :

" هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء "

و يوكل للهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية .

صلاحيات وأعمال الهيئة :[7]

١_تنظيم وتطوير السوق المالية .

٢_تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية .

٣_حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على احتيال أو خداع أو غش أو تلاعب أو التداول بناء على معلومات داخلية .

٤_العمل على تحقيق العدالة ،والكفاءة ،والشفافية في معاملات الأوراق المالية .

٥_تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية .

٦_تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية .

٧_تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها .

[7] www.taduwal.com

المرحلة الخامسة : تحديث السوق :

أدت التطورات الحاصلة في سوق الأسهم السعودية إلى حدوث نقلة نوعية في السوق تضمنت توقيع عقد تصميم وتنفيذ أنظمة الجيل الجديد على مراحل من قبل الشركة السويدية ، وهي شركة رائدة في صناعة الأنظمة لإلكترونية و تقنية الأسواق المالية و إدارة تشغيل الأسواق العالمية حول العالم ، ويتميز النظام الجديد ب :

١- استيعاب ما يقارب مليونيّ صفقة يومياً بعدما كان النظام يستوعب ٤٠٠ ألف صفقة

٢- إمكانية تشغيل عدة أسواق في نظام واحد وخاصة بعد تعدد الأسواق الثانوية وتعدد العملات .

٣- معالجة كافة العمليات المتعلقة بتنفيذ عمليات التداول من صفقات ،تسويات،و تقاص عبر أنظمة التداول الجديدة والمكونة من عدد من برامج التشغيل الالكترونية الحديثة .

٤- القدرة على إكمال العمليات المتعلقة بإدخال ومعالجة الأوامر في السوق وتنفيذها بالكامل من دون تدخل يدوي .

٥-القيام بسلسلة من العمليات السريعة كتصنيف الأوامر حسب (أنواعها، خصائصها ، وقت إدخالها ، و أسعارها) وتحديد أولوية تنفيذها تمهيداً لمطابقتها إضافة للعديد من العمليات التقني التي يجب أن تنفذ بسرعة فائقة لاستكمال عمليات البيع والشراء .

الحالات التي يمر بها السوق بعد الافتتاح من حيث إدخال الأوامر و تعديلها و تنفيذها :[٨]

حالة السوق المفتوح –صيانة الأوامر :

يتاح في هذه الحالة (إدخال أوامر البيع و الشراء و تعديلها من حيث الكمية أو السعر و كذلك إمكانية إلغائها) إلا أنه لا يسمح بهذه المرحلة تنفيذ الأوامر التي يتم إدخالها و لكن يتم عرضها عند كل مستوى سعري من مستويات أسعار السوق ، فيما يعرض فيها أفضل ٥ مستويات سعرية ل(العرض و الطلب لكل سهم مدرج وعدد الأوامر عند كل مستوى و الكميات الإجمالية للأوامر) و تقابل هذه المرحلة حالة (السوق – ما قبل الافتتاح) في النظام القديم .

---

[٨]نفس المرجع السابق.

حالة السوق مفتوح –تنفيذ الأوامر :

يتم خلال هذه المرحلة كل ما هو متاح خلال حالة السوق المفتوح- صيانة الأوامر إضافة لإمكانية تنفيذ الأوامر عند إدخالها علماً أنه يعرض فيها (أفضل ١٠ أوامر لسعر العرض و الطلب ، أفضل ٥ مستويات سعرية للعرض و الطلب لكل سهم مدرج ،عدد الأوامر عند كل مستوى و الكميات الإجمالية للأوامر) ، حيث تقابل حالة (السوق –مفتوح) في النظام القديم .

حالة السوق ما قبل الإغلاق :

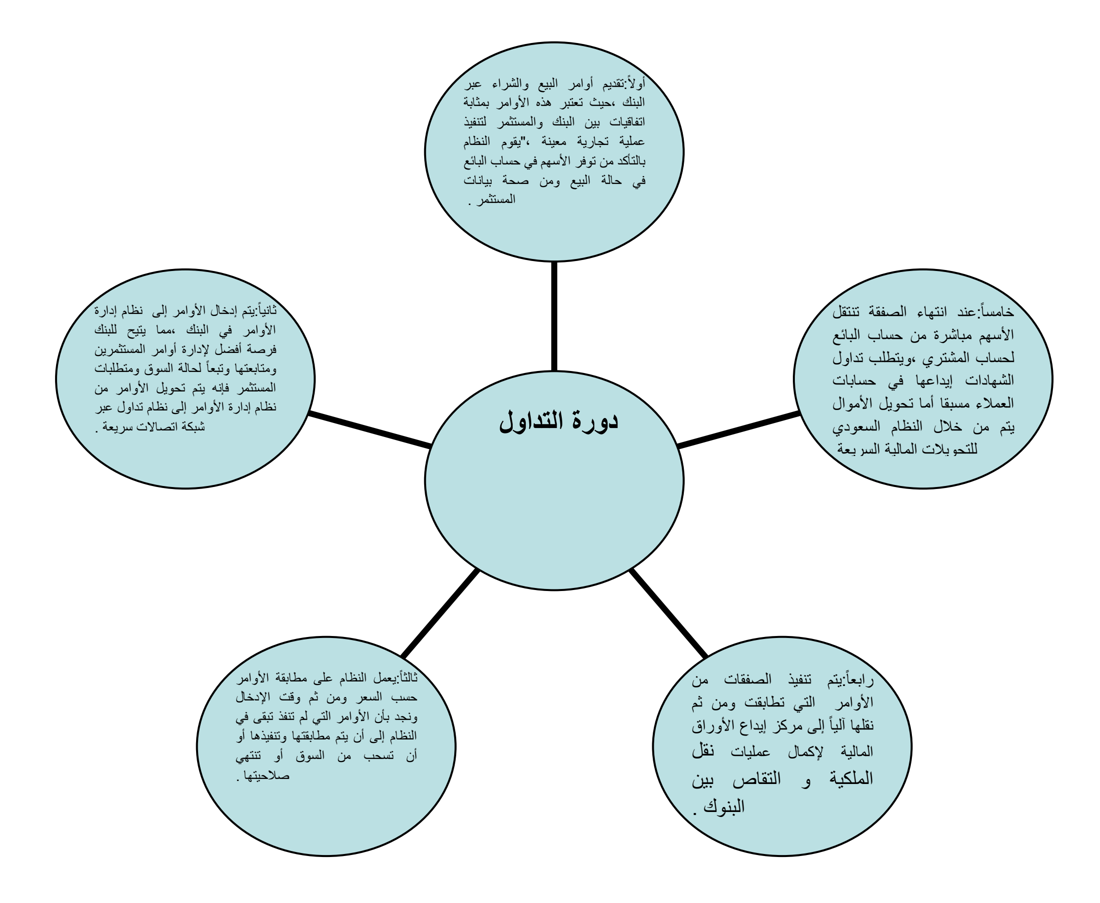
لا يتم في هذه المرحلة تعديل أسعار أوامر البيع و الشراء أو زيادة كمياتها إلا أنه يمكن خفض الكمية ، و لا يمكن إدخال أي أوامر بيع أو شراء جديدة و لكن يمكن إلغاء الأوامر المدخلة في حالة السوق السابقة .

حالة السوق مغلق :

وهي الحالة الأخيرة ، و التي يكون السوق فيها مغلقاً و لا يمكن إدخال أو تعديل أو إلغاء أو عرض أي أوامر سابقة أو جديدة في السوق .

نظام التداول[٩] :

تداول هو نظام جديد ومرن لتداول الأوراق المالية و التقاص و التسوية في السوق السعودية يقوم بشكل أساسي على أساس السوق المستمرة التي تحركها أوامر البيع والشراء ، فتصبح جميع البيانات الآنية عن الأسعار و الكميات المتداولة إضافة لمعلومات الشركات متاحة مما يوفر للسوق الشفافية ،وهو نظام مبني على المعالجة الآلية المتكاملة فإن أوامر البيع والشراء يتم معالجتها وحتى انتقال ملكيتها حال إدخالها ، ويمر التداول بخمسة مراحل يعبر عنها بالشكل الآتي[١٠]



---

[٩] مرجع سابق

[10] www.taduwal.com

ومن الأصول المالية المتداولة في سوق الأسهم السعودي :

يتداول في السوق الأصول المالية التقليدية مثل الأسهم والسندات ،إضافة للأسهم الخاصة بالسلع الأساسية مثل :الكهرباء ، النفط ، الأسماك ، وغيرها من السلع

ولابد نشير إلى مؤشر سوق الأسهم السعودية وكيفية احتسابه :

- تعريف المؤشر :

"حيث أن مؤشر الأسهم السعودية هو مؤشر الأسهم المحلية أو مؤشر تداول جميع الأسهم Tasi ؛ فهو معيار رقمي يعكس التغير في القيمة السوقية لجميع أسهم السوق السعودي ، لذا يعتبر بمثابة ترمومیتر يقيس نشاط وازدهار سوق الأسهم في حال اتسم السوق بقدر من الكفاءة مما يجعله من أهم المؤشرات التي تعكس الأداء العام للاقتصاد بما يضمه من شركات خاصة فيما يتعلق بربحيتها الذي يخلق مناخ من الثقة بالمستقبل الاقتصادي و يشجع على طرح الأموال إلى الاستثمار خاصة في بلد يعاني من فائض السيولة ونقص في المشاريع الإنتاجية كالسعودية ،آخذين بعين الاعتبار ما يقدمه من إحداثيات تساعد الباحثين في التنبؤ بالمستقبل نتيجة للعلاقة القوية التي تربطه بالدورات الاقتصادية ".[١١]

- كيفية حساب المؤشر :[١٢]

"يتم حساب المؤشر بناءاً على الحجم السوقي للشركات المساهمة فكلما ازداد حجم الشركة كان تأثر المؤشر بها أقوى بالتالي لدينا علاقة طردية إيجابية بين كلاً من السعر السوقي وحجم الشركة والمؤشر.

يتم حساب المؤشر في أي يوم (أو وقت معين)عن طريق تعديل (أو ترجيح) قيمة المؤشر في يوم سابق (أو وقت سابق) بواسطة التغير في القيمة السوقية لجميع الشركات المتداولة في السوق. وعلى وجه التحديد فإن معادلة المؤشر هي:

المؤشر في وقت ما =قيمة السوق عند هذا الوقت * قيمة المؤشر في وقت سابق .

[١١] الجفري ، يسن وآخرون ،تكوين مؤشرات لقياس الأداء في سوق الأسهم السعودي ، ١٩٨٩ ،مجلة العلوم الاجتماعية ، الكويت ،مجلد ٣،ص ٥٣-ص ٧٣.

[١٢] د.القاضي إبراهيم ، كيف يتم حساب مؤشر الأسهم ، ٢٠٠٥،جريدة الرياض الاقتصادي .

قيمة السوق =مجموع القيم السوقية لجميع شركات السوق .

القيمة السوقية لإحدى الشركات = عدد الأسهم المصدرة * سعر السهم.

ومن هنا فإن القيمة السوقية و المؤشر يعتمدان على :

- عدد الأسهم المصدرة (وليس المتاحة للتداول فقط، أو المتداولة فعلاً) وهي ثابتة بشكل عام وتتغير فقط إذا تم إصدار أو دمج أو تخفيض عدد الأسهم فقط.
- سعر السهم في السوق ويتغير خلال فترات فتح السوق للتداول (فترات التداول).

و عليه نستنتج من المؤشر النقاط الآتية :

١. يعكس المؤشر بصورة مباشرة وسريعة حركة أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً من يوم إلى آخر، كما يعكس عدد الأسهم المصدرة للشركات المتداولة في السوق (وهي كمية شبه ثابتة ولا تتغير إلا ببطء .

٢. يعكس المؤشر بصورة غير مباشرة الانتعاش أو الركود الاقتصادي المالي والمتوقع وثقة المستثمرين في السوق وعوامل أخرى مثل توفرالسيولة وجاذبية (أو عدم جاذبية) القنوات الاستثمارية الأخرى (مثل العقار وأسعار الفائدة والأسواق الأجنبية المفتوحة) وكذلك الظروف السياسية المحيطة.

٣. تسمح معادلة المؤشر بتكييفه في حال حدوث تغيرات في تركيبة السوق أو الأسهم مثل: دخول أو خروج إحدى الشركات من السوق، إصدار أو تخصيص أسهم مجانية، تجزئة ودمج الأسهم، أزيادة أو خفض رأس المال، سداد دفعة من رأس المال المدفوع جزئياً، اندماج الشركات.

٤. لا يعكس المؤشر كمية الأسهم المتاحة للتداول بشكل عام أو حجم التنفيذ اليومي

ويشار هنا إلى أن أكثر الشركات المؤثرة بحركة أسهمها وحجمها السوقي على المؤشر هي :

- سابك .

- الاتصالات.
- الكهرباء .

وذلك لسببين أساسيين هما :

a. نسبة الحجم السوقي لهذه الشركات يتجاوز ٥٥% وهي نسبة كبيرة .

b. نسبة التملك الحكومي فيها كبيرة ؛ وهي ٧١% سابك ، ٧٠ % الاتصالات ، ٧٤% الكهرباء ."[١٣]

[١٣]نفس المرجع السابق.

الفصل الأول

المبحث الثالث: سوق النفط

وجد الباحث من الضرورة بمكان أن نعرف بأسواق البضائع أو السلع كونها أصبحت أحد أهم أنواع الأسواق المالية في وقتنا الحاضر تبعاً لأهمية السلع المتداولة فيها ، فبينما تدور الكثير من الحروب السياسية الطاحنة و على أراضي الدول التي تملك تلك السلع ،تدور حرب أكثر شراسة في أسواق البضائع التي لها مكانة إستراتيجية نتيجة قيمتها الاقتصادية العالية مثل (النفط والغاز والمعادن .. و) .

و السلع الأساسية بالتعريف :

هي سلع ذات قيمة ، و ذات نوعية موحدة تنتج بكميات كبيرة من قبل منتجين مختلفين ، و يذكر بأن ٧٠ نوع من البضائع تباع عبر التجارة العالمية حصة٣٠% من ذلك عبر التبادل التجاري العالمي ، و التي منها المعادن (الثمينة ، النادرة) و البضائع اللينة (القهوة ، السكر ، الكاكاو،...) و القمح و البذور و الماشية إضافة لمصادر الطاقة (الغاز ، المواد الخام ، منتجات النفط) علماً أن أسعارها تتحدد وفقاً لعاملي العرض و الطلب[1]

أما أسواق السلع الأساسية فهي بالتعريف:

أسواق يتم فيها بيع و شراء عقود تتعلق بسلع أساسية سواء أكانت حاصلات زراعية أو مواد خام أو معادن نفيسة بناءً على قواعد و إجراءات تحددها البورصة فيتم التداول عبر الوسطاء المعتمدين في ظل رقابة و تشريعات حاكمة مشابهة لما هو متبع في بورصات الأوراق المالية ، علماً أن السلع غير موجودة في البورصة و تباع و تشترى بدون إحضار أو تفحص، فالاتفاقية تعقد على أساس نماذج العقود الخاصة بالسوق ضمن ضبط قاص للنوعية و مدة التسليم ، وعليه لا يسلم المشتري البضائع ساعة الاستحقاق إنما وثيقة تثبت حق تملكه لها ، و يذكر بأن معدل التبادل التجاري في هذه الأسواق تضاعف مئات المرات على حساب أن جميع العقود تحمل صفة وهمية باستثناء ١-٢% منها تكتمل بتسليم حقيقي للسلع و الباقي بدفع فرق الثمن[2] ، و من هذه الأسواق بورصة شيكاغو التجارية ، بورصة لندن ، إضافة لأول بورصة عربية عقدت أول صفقة ضمن الأسواق الآجلة عام١٨٨٥م وهي بورصة الإسكندرية التي تأسست عام ١٨٨٣ م مما يضمها بالترتيب لأقدم الأسواق الآجلة و التي تلتها بورصة القاهرة في عام ١٩٠٣ م[3] إضافة إلى الأسواق الخليجية التي نذكر منها دبي ، السعودية ، و الكويت ، وغيرها من الأسواق.

---

[1] Financial Instrument Overview, Larson&Holz.mht

[2] Financial Instrument Overview, Larson&Holz.mht

[3] www.egx.com.eg.

تنقسم أسواق السلع حسب مداها الزمني إلى:

_ الأسواق الحاضرة .

_الأسواق المستقبلية للعقود الآجلة .[4]

ويتم عملية تداول السلع ضمن هذه الأسواق عبر :

١. **العقود المستقبلية :** ظهرت لأول مرة في بورصة شيكاغو للتجارة عام ١٩٧٣ ، و كان الهدف من إنشاءها هو تنميط كميات ونوعيات الحبوب ، و قد طورت البورصة أول عقد آجل أطلق عليها "to-arrive contract" و يشترط بهذا العقد موافقة المزارع على تسليم الحبوب بتاريخ مستقبلي لاحق وبسعر العقد ، مما يمكن المتاجرون من المضاربة على الأسعار ليتم التسليم بتاريخ مستقبلي دون الاهتمام بالتسليم أو تخزين الحبوب ، وقد وضعت مجموعة من القواعد و النظم التي تحكم هذه العمليات حيث أنشئت في عام ١٩٢٠ م غرفة المقاصة [٥].

٢. **العقود الآجلة :** يتم تداول هذا النوع من العقود ضمن أسواق تتميز بأنها لا تملك مبنى أو كيان رسمي منظم للسوق الرسمية فهي تتعامل عبر قنوات اتصال غير رسمية بين المؤسسات المالية الرئيسية ، و إن أهميتها تكمن باستيعاب العقود المستقبلية ،إضافة إلى أنها تتيح للمتعاملين الاتفاق على تفاصيل بيع وشراء السلع في المستقبل ،فإن تداول العقود وانتقالها على أساس الأسعار اليومية ، و التي تتغير وفقاً للظروف و التوقعات المحيطة بالسلعة محل العقد .

فوائد أسواق البضائع :[٦]

A. إيجاد سوق دائمة تسهل التقاء البائعين و المشترين حيث تعقد فيها العقود الآجلة و العاجلة على الأسهم ، و السندات ، و البضائع .

B. تسهيل عملية تمويل المؤسسات الصناعية و التجارية و الحكومية عن طريق طرح أسهم و سندات القروض للبيع .

C. تسهيل بيع الأسهم و سندات القروض للغير و الانتفاع بقيمتها لأن الشركة المصدرة لها لا تصفي قيمتها لأصحابها .

---

[4] AR.WIKIPEDIA.ORG/www.investorwords.com/www.alsabaah.com

[٥] تامر رفاعة ، متطلبات المحاسبة عن المشتقات المالية حسب معايير المحاسبة الدولية وإمكانية تطبيقها في سورية ،رسالة ماجستير ،٢٠٠٩

[6] www.DailyForex.com

D. تسهيل معرفة أسعار الأسهم و سندات القروض و البضائع و تموجاتها في ميدان التعامل عن طريق العرض و الطلب .

نظراً لأهمية النفط كسلعة أساسية وتأثيرها على الاقتصاديات العالمية ، تم دراسة سوق النفط وفقاً للآتي:

التطور التاريخي لسوق النفط :[٧]

خلق النفط عوامل ساعدته ليكون أحد أهم السلع المتداولة في السوق من خلال دوره الفاعل باقتصاديات الدول وعلاقاتها السياسية ، حيث برز النفط كأحد السلع المتداولة ولأول مرة في السوق الآجلة للبترول التي نشأت مع بداية الثمانينات ،وقد مثل وسيلة فاعلة لتسويق وإجراء التعاقدات الدولية والإقليمية للمنتج النفطي إضافة لتأثيرها الإيجابي بتنشيط حركة التعاقدات النفطية وانعكاساتها الراشدة على نظام تسعير النفط ضمن الأسواق العالمية (لندن ، ونيويورك ، و سنغافورة ، وغيرها) ؛ "حيث عنيت بشراء عقود مستقبلية (قابلة للتسييل في وقت محدد سلفاً) و الاحتفاظ بها لعدة أشهر أو سنوات من تاريخ الشراء و بأسعار تحددها السوق ، و قد أخذت هذه السوق بالتوسع شيئاً فشيئاً إلا أنها شهدت نشاطاً غير عادي في كل من لندن ونيويورك مترافقاً بالتركيز على التجارة الالكترونية بين العامين ٢٠٠٤ و ٢٠٠٥ الذي تزامن مع نشوء سوق مستقبلية حرة بينهما ، سميت بالسوق عبر المحيط (ICE) كانت أحد أهم سماتها عدم الشفافية وعدم الخضوع لأنظمة محددة من أي دولة ، ونجد عبر دراستنا لحركة هذه الأسواق والمناخات التي وفرتها السوق الحديثة بتسهيل الدخول والمضاربة بالسوق وفي أي مكان في العالم علماً أن هناك مجموعة عوامل اقتصادية ساهمت بتدعيم وتكريس هذه السهولة منها:

- انخفاض الفوائد .
- سهولة الحصول على القروض والتسهيلات المالية من بنوك عالمية وبيوت الاستثمار .
- دخول مستثمرين جدد في صناديق الاحتياطي والتأمين وغيرها في السوق البترولية الآجلة .

مما أدى إلى تتابع تزايد و توسع تعاقدات السوق المستقبلية حتى أنها فاقت بكميتها الكميات الفعلية للإنتاج والاستهلاك العالمي للبترول ، ويذكر أن العقود الآجلة وصلت خلال الربع الثاني من عام ٢٠٠٨ إلى ١,٢ مليار عقد في اليوم (بمعدل ١٠٠٠ برميل لكل عقد) في كل من أسواق لندن ، و نيويورك ، و سوق عبر المحيط بعدما كانت في حدود ٢٩٠,٠٠٠ عقد عام ٢٠٠٥ فقد وجد فيها

[٧] الدكتور إبراهيم بن عبد العزيز مهنا مستشار وزير النفط والثروة المعدنية في السعودية ضمن الملتقى العشرين لأساسيات صناعة النفط والغاز المنظمة العربية للدول المصدرة للبترول أوبك بتاريخ ٢٥ مارس ٢٠٠٩ م ،التطورات الحديثة والمستقبلية في أسواق البترول العالمية ،ص ٤ وص ٥.

المستثمرون والمضاربون فرصاً ضخمة لأنها تمكنهم من جني الأرباح عن طريق تداول عقود النفط على الورق فقط حتى يأتي وقت التسليم بدون القيام بأي عمليات شحن أو تسليم فعلية" ، ونذكر هنا بأن أسواق النفط الدولية هي أهم القنوات التي تحكم العلاقة بين قوى الإنتاج والاستهلاك للنفط والمعروف أن أكبر أسواق النفط توجد في بريطانيا، وتعرف بـبورصة النفط الدوليةIPE ومقرها لندن. والأخرى هي بورصة نيويورك الأمريكية Exchange New York Mercantile المعروفة اختصارا بـ NYMEX «نايمكس» في الولايات المتحدة ومقرها نيويورك، وفي آسيا توجد بورصة SIMEX سيمكس ومقرها في سنغافورة.[٨]

كيفية تسعير النفط :[٩]

إن النفط لا يشابه السلع المتداولة في الأسواق المالية فسعره والمتاح منه لا يتحدد بقوانين السوق فقط إنما هناك مجموعة من العوامل الاجتماعية والسياسية والاقتصادية إضافة لقوانين العرض والطلب وبالتالي فإن أسعار النفط تتعرض للضغط من ثلاث اتجاهات :

- ✓ الشركات المستثمرة للبترول .
- ✓ الدول المنتجة ؛ حيث ينطبق على سوق النفط صفات ومميزات سوق احتكار القلة ، والذي يتميز بوجود عدد قليل من المنتجين ينتج كل منهم حجم كبير نسبة للإنتاج الكلي التي تجعلهم يأخذون بعين الاعتبار عند تحديد سياساتهم الإنتاجية أو السعرية السياسات التنافسية ما يمنحهم القدرة على التأثير في السوق من خلال زيادة أو خفض إنتاجه.[١٠]
- ✓ الدول المستهلكة له.[١١]

آخذين بعين الاعتبار أن اختلاف أسعاره باختلاف نوعه من حيث الكثافة (الوزن مقارنة بالحجم) ، والحموضة (نسبة الكبريت) فالنفط الخفيف الحلو أغلى ثمناً من الثقيل، ونظراً لوجود أنواع مختلفة منه تم الاتفاق بين المتداولين على اختيار أنواع محددة تكون بمثابة معيار للجودة وعلى أساسها يتم خفض أو زيادة قيمة السلع النفطية ، فعلى مستوى العالم اختير خام برنت في المملكة المتحدة ليكون مرجعاً عالمياً لتسعير ثلثي الإنتاج العالمي للنفط وخاصة في الدول الأوروبية والإفريقية رغم أن الكميات المباعة منه لا تتجاوز

---

[٨] د.أبانمي راشد ، أسواق النفط الخام والمعاييرالعالمية ، جريدة الاقتصادية السعودية ،٢٠٠٩، العدد رقم ٥٨٧١.

[٩] موقع بنك ستوب للمعلومات

[١٠] د.محمد علي أللثيمي ، النظرية الاقتصادية الجزئية ، الدار الجامعية للنشر ، الاسكندرية ٢٠٥ ص ٣٦٠.

[١١] موسوعة مقاتل من الصحراء ، البترول اقتصادياً،تأثير صناعة البترول على اقتصاديات الدول ، الفصل الخامس ، أسعار البترول في ظل قوانين السوق و آثرها على الاقتصاد العالمي .

٢٥٠ ألف برميل في اليوم[١٢]، فيما تم اختيار خام دبي كمعيار للتسعيرة في منطقة الخليج ، وخام وسط تكساس المتوسط في الولايات المتحدة علماً أنه يتفوق على نفط أوبك وخام برنت ، فهو خفيف و حلو بوزن نوعي قدره ٦٣٩ درجة وبنسبة ٢٤% من الكبريت فقط ، فيما وضعت منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) مرجعاً خاص بها عُرف بسلة أوبك(OPEC Basket) تبنته في عام ١٩٨٧ م ؛ وهي عبارة عن متوسط سبعة خامات من النفط هي : الخام العربي الخفيف ، خام دبي الإماراتي الفاتح ، خام صحارى الجزائري ، خام بوني الخفيف النيجري ، خام ميناس الإندونيسي ، خام تياخوانا الخفيف الفنزولي ، خام إثماس المكسيكي و يفسر انخفاض سعره عن خام برنت وغرب تكساس نتيجة مزجه بين النفط الخفيف والثقيل ، وقد قامت أوبك بتعديل مكونات سلتها في ١٥ حزيران ٢٠٠٥ لتشمل : خام صحارى الجزائري ، و خام ميناس الإندونيسي ، و خام البصرة الخفيف العراقي ، و خام إيران الثقيل ، و خام الكويت المصدر ، و خام ايس سيدر الليبي(ES Sider) ،و خام بوني الخفيف النيجيري ،و خام مارين القطري (Marine) ، و الخام العربي الخفيف السعودي ، و موربن الإماراتي (Murban) ، وخام BCF17 الفنزويلي [١٣]، في حين ظهرت أهمية هذه السلة في عام ٢٠٠٠ م عندما تبنت أوبك النطاق السعري الذي يقضي بتغيير سياسة الإنتاج للمحافظة على سعر هذه السلة ضمن النطاق الذي يراوح بين ٢٢ و٢٨ دولار للبرميل ، ويذكر هنا بأن سيطرة الولايات المتحدة الأمريكية على المرتبة الأولى بالنسبة لاستهلاك النفط واستخدام سعرها المرجعي للنفط كسعر مرجعي لأسواق الطاقة في جميع أنحاء العالم أدى إلى جعل الاقتصاديات العالمية مرآة لما يطرأ من تغيرات وتطورات في العلاقة التي نربط أسعار النفط بسوق الأسهم لديها .[١٤]

يضاف للعوامل السابقة عاملين أساسيين هما :

١. الاحتياطيات : والتي تمثل النفط الموجود في باطن الأرض ولم يستخرج بعد ،إضافة للنفط الذي لم يتم اكتشافه بأنواعها المختلفة (المؤكدة ، المحتملة ، الممكنة) .
٢. المخزون : هو نفط تم استخراجه ممثلاً بكميات النفط الخام والمشتقات النفطية التي تخزنها الشركات و الحكومات لأهداف تجارية أو استراتيجية .

ويذكر أن هناك ارتباط مباشر بين أسعار النفط والتغيرات الطارئة على المخزون بعكس علاقتها مع الاحتياطيات ،وعليه فإن الدول المنتجة لم تعد قادرة على التحكم بعملية تسعير النفط الخام (كما الحال في

---

[١٢] أبانمي راشد ، أسواق النفط الخام والمعاييرالعالمية ، جريدة الاقتصادية السعودية ،٢٠٠٩، العدد رقم ٥٨٧١.

[13] Doe Weekly Petrolum Status Report as Puplished The Oil & Gas Journal Statistics ,2000.
[14] Daniel Donos , Apr 2009 ,Oil Price Shocks and Stock Market .

عقد السبعينيات)إنما أصبح هذا الأمر تحت سيطرة الطرف القادر على تخزين النفط ، وتسويقه ، والقابض على خفايا السوق فيما لا يمكن إهمال العوامل غير الاقتصادية ، والتي من أهمها العامل السياسي مما يجعل التنبؤ المستقبلي بأسعار النفط أمراً بالغ الصعوبة .[١٥]

وفيما كانت سلة أوبك أحد المتغيرات المتضمنة في هذا البحث فلابد أن نذكر منظمة أوبك حتى لو ببضعة سطور :[١٦]

تأسست منظمة الأقطار المصدرة للنفط (أوبك) عام ١٩٦٠ م ، وقد ضمت مجموعة من الدول هي :

المملكة العربية السعودية ، الكويت ، العراق ، إيران ، فنزويلا هدفت إلى تنسيق وتوحيد السياسات النفطية للدول الأعضاء وإيجاد الوسائل والطرق التي تضمن استقرار الأسعار والدفاع عن مصالح الدول المنتجة للحصول على عائد مستقر من الدخل مما يؤكد ما تحدثنا عنه سابقاً بما يخص الأهمية الإستراتيجية للنفط في العالم .

اتسعت العضوية في المنظمة لتصل إلى ١٣ دولة عام ١٩٩٠ م منها : إندونيسيا ، الجزائر ، ليبيا ، نيجيريا، قطر ، الإمارات العربية المتحدة .

تمتلك الدول الأعضاء في أوبك ٨٠٥ بليون برميل من احتياط الزيت الثابت الذي يشكل حوالي ٧٦% من احتياط الزيت العالمي بنهاية عام ١٩٩٩ م ،ويصل إنتاج المنظمة إلى ٤٠% من الإنتاج العالمي بنسبة صادرات تصل إلى ٥٥% من الصادرات العالمية للزيت علماً أن نسبة احتياطي المملكة يشكل ٣٣% من احتياطي زيت المنظمة وإنتاجها ٣٢% من إنتاج المنظمة بالإضافة لكونها من أكبر الدول المصدرة للنفط في العالم خاصة إلى دول شرق آسيا مثل : اليابان ، و الصين ، والهند .

---

[15] Regulators Moring to Crude Speculation Oil Trading Reuters ,17 .2008 .

[١٦] نفس المرجع السابق-بنك ستوب للمعلومات

ذكرنا سابقاً التطور التاريخي للسوق النفط والعوامل المؤثرة بتسعيره ولكن لا نغفل بأن أسعار النفط وخاصة المرتفعة تستطيع التأثير بالاقتصاد العالمي من خلال مجموعة من القنوات تتمثل ب :

١. نقل الثروة من مستهلكي النفط إلى المنتجين .

٢. ارتفاع تكاليف الإنتاج .

٣. التأثير على التضخم ،ثقة المستهلك والأسواق المالية .[١٧]

وهذا ما ينطبق على مرجع سلة أوبك (OPEC Reference Basket-ORB) فهو كغيره من مؤشرات الأسواق المالية يعكس بحركته وتطوره كل ما يطرأ على اقتصاديات الدول من تغيرات وتطورات ، و ليس ذلك فقط بل تخط هذا الأمر من خلال تأثره بالتغيرات التي يفرزها الواقع الاقتصادي العالمي ، فقد بدا ذلك جلياً خلال عام ٢٠٠٨ حيث سيطرت الأزمة على الاقتصاديات العالمية علماً أنها بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية في الشهر السابع من عام ٢٠٠٧ متمثلة بأزمة الرهن العقاري أو (أزمة الائتمان) نتيجة السياسة التي انتهجتها الولايات المتحدة فيما يتعلق بالتخفيف من حدة القيود التي تحكم العمل المصرفي وعمل المؤسسات المالية الأخرى منذ الثمانينات وبالتزامن مع نشوء سوق ثانوية للرهن العقاري وفر سهولة كبيرة في تمويل القروض عن طريق سوق رأس المال، حيث انتهت بأزمة مالية و اقتصادية عالمية في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨ ، فقد شهدت السوق النفطية العالمية خلال الأشهر السبعة الأولى من عام ٢٠٠٨ تطورات إيجابية تمثلت في تصاعد أسعار النفط المختلفة إلى مستويات قياسية خلال شهر تموز من ذاك العام فوصل السعر الفوري لسلة أوبك إلى ١٣١,٢ دولار للبرميل ،ويعود هذا الارتفاع لعدة عوامل هي[١٨]:

- المضاربة في الأسواق الآجلة على سلعة النفط حيث وجد أصحاب صناديق التحوط وصناديق الاستثمار التي تملك أموال ضخمة ضالتها في السوق النفطية لجني الأرباح على المدى القصير من خلال عمليات البيع والشراء للبراميل الورقية .
- استمرار الانخفاض بقيمة الدولار الأمريكي أمام العملات الأخرى مما أدى إلى تدفق الأموال إلى أسواق السلع وخاصة النفط الخام للتحوط ضد التضخم وتقلبات أسعار العملات .

[17] Chu Chia ;Chung Fang ;Hui Pei Cheng ,30 Sep 2009 , Relationships between oil price shocks and stock market ,An Empirical Analysis from the Greater China .

[١٨] التقرير الاقتصادي العربي الموحد الصادر في عام ٢٠٠٩ ، تطور النفط والطاقة ،ص ٩٢.

- مخاوف من تعطل إمدادات النفط من غرب إفريقيا وخليج المكسيك نتيجة للعواصف وتعطيل بعض شاحنات النفط المصدرة من ميناء فوس لافيرا الفرنسي بسبب إضراب العمال .
- التوترات الجيوسياسية في مناطق الإنتاج الرئيسية .

بينما شهد هذا المؤشر انخفاض حاد في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨ حيث وصل إلى ٣٨,٦ دولار للبرميل وهو أدنى مستوى له خلال عام ٢٠٠٨ [١٩] ، وبلغ الانخفاض الحاصل بين أعلى مستوى وأدنى مستوى له في ذلك العام ٩٢,٦ دولار للبرميل بنسبة ٧٠,٦% ، وبرأي الباحثة ما حدث من ارتفاع وانخفاض في الأسعار ينطبق عليه ما سماه المحللون ب" معامل الذعر " الذي ربطه المحللون بحدوث الحروب فأطلقوا على هذه الزيادة اسم معامل الذعر الذي يعد نعمة من السماء لأصحاب آبار النفط و لكن ذلك في مدى قصير ، فقد أعقبت الشائعات ضرب العراق جواً ارتفاع بسعر النفط إلى أكثر من ٣٠$ بمعامل ذعر يتراوح بين ٣ و ٥ دولارات [٢٠] .

وبملاحظة حركة المؤشرات الاقتصادية الخاصة (معدل النمو، معدل التضخم ، الميزان التجاري ، وغيرها) بدول منظمة أوبك من جهة والدول المستوردة للنفط من جهة أخرى خلال العام نفسه نجد تأثر هذه المؤشرات بالتغيرات السعرية للأسعار النفط عموماً ومؤشر سلة أوبك خصوصاً ، فخلال الأشهر التسعة الأولى من عام ٢٠٠٨ شهدت الدول العربية ارتفاعاً بأسعار النفط رافقه ارتفاع أكبر بأسعار المواد الخام والسلع الغذائية مما أدى إلى ازدياد معدلات التضخم وزيادة كلفة المعيشة مما حذا بالحكومات العربية لزيادة دعم السلع الغذائية و المشتقات النفطية و الإعانات الاجتماعية ، وجاء ضمن الإحصائيات بأن الصادرات النفطية العربية ازدادت بنسبة ٤٣% عن عام ٢٠٠٧ بما يعادل حوالي ٦٤٨ مليار دولار وعلى آثر ذلك و بالتزامن مع ارتفاع أسعار النفط تصاعدت الإيرادات لدى الدول المصدرة للنفط من ضمنها الدول الأعضاء في سلة أوبك بنسبة ٤١,٤% بما يعادل ٨١٥,٣ مليار دولار ، حيث ازدادت الإيرادات النفطية إلى ٤٧,٦%[٢١] مما حقق فائض في الميزان التجاري لتلك الدول ، فقد تحسن أداء النمو بالأسعار الثابتة في عدد من الدول مثل (الإمارات ، و السعودية ، و الكويت ، و ليبيا) بسبب تصاعد إنتاج النفط و زيادة الطلب المحلي على ضوء ارتفاع عائدات التصدير فقد وصل معدل النمو في ذاك العام بالأسعار الثابتة إلى ٤,٤% و ٢٢,١% بالأسعار الجارية ، والذي جاء مدفوعاً بمعدلات النمو المرتفعة لقطاعات الإنتاج السلعي

---

[١٩] التقرير الاقتصادي العربي الموحد الصادر في عام ٢٠٠٩ ص VII
[٢٠] موسوعة مقاتل من الصحراء ، منظمة الدول المصدرة للنفط أوبك ، المبحث الرابع ، أوبك و الأحداث العالمية .
[٢١] التقرير العربي الاقتصادي الموحد الصادر في عام ٢٠٠٩ ،ص ix

وخاصة الصناعات الاستخراجية حيث ساهم ارتفاع أسعار النفط في النصف الأول من العام إلى أعلى مستوى لها في زيادة القيمة الإجمالية المضافة لهذا القطاع في الدول العربية ككل وبالأسعار الجارية بنسبة ٣٨,٦% ، وبرأي الباحثة فإن هذا الارتفاع شكل صدمة نفطية مشابهة للتي حدثت في عام ١٩٧٣ مع اختلاف الأسباب التي جعلت من تلك الصدمة منطقية حينذاك ، والتي من أهمها سيطرة منظمة أوبك على الأسعار العالمية للوقود السائل خاصة مع بداية ظهور أزمة الطاقة فقد رفعت الأسعار بمقدار أربع أضعاف مما أدى إلى زيادة دخول الدول الأعضاء في أوبك وتحويلها إلى أسواق كبرى لتصريف السلع الاستثمارية والاستهلاكية والخدمية ، وجعلها مركزاً دولياً لتصدير رأس المال القرضي و مالكاً لاحتياطيات ضخمة من العملات والذهب، فيما كانت أسباب هذه الصدمة أو الفورة تتعلق بسلوكيات المتداولين في السوق المالي كنتيجة للتحوط أو المضاربة وتحقيق الربح .

وبالعودة للحديث عن تأثير أسعار النفط عموماً ومرجع سلة أوبك خصوصاً على الدول المستوردة نجد بأن معدلات النمو تباطأت لدى هذه الدول مثل (الأردن ، تونس، لبنان ، السودان) نتيجة ازدياد الضغوط التضخمية فيها بفعل ارتفاع تكلفة استيراد السلع الغذائية والطاقة والسلع الوسيطة في الأسواق الدولية إضافة إلى انخفاض إنتاج النفط في بعض الدول مثل السودان .[٢٢]

بالنتيجة نجد أن هناك علاقة تبادلية تربط أسعار النفط بالمؤشرات الاقتصادية إجمالاً أثبتتها حركة الاقتصاد العالمي وكيفية تأثره و تأثيره بأسعار النفط ، فيما أثبتت هذه العلاقة أيضاً فيما يتعلق بالمؤشرات الاقتصادية الخاصة بالدول المصدرة للنفط و الدول المستوردة له ، ولعل هذه العلاقة طبيعية في ظل التحدث عن سلعة استراتيجية دولية تتضمن قيمة اقتصادية عالية .

[٢٢] التقرير العربي الاقتصادي الموحد الصادر في عام ٢٠٠٩، التطورات الاقتصادية والاجتماعية ، ص ١٨

الفصل الثاني

المبحث الأول

الأساس النظري للنماذج المستخدمة في تفسير علاقة بين أسعار النفط و أسعار الأسهم

حاول الباحثون تتبع وتفسير أثر تقلبات أسعار النفط بأسعار الأسهم من خلال استخدام كافة النماذج الإحصائية والرياضية التي تمكن الباحث من نفي أو إثبات هذه الأثر والتعرف على ماهيته والاستفادة منه في حال ثبوت وجوده ، لذلك سننوه في هذا المبحث إلى بعض الدراسات و البحوث مدعومة بالنماذج التي تم استخدامها للوصول للهدف المنشود من هذه البحوث :

أولاَ: نموذج القيمة المعرضة للخطر (Value at Risk) :

تم تطويرالنموذج في سياق نظرية المحفظة من قبل هاري ماركويتز وغيرهم وقد استخدم هذا النموذج كأداة لقياس المخاطر التي تتعرض لها الأصول المتداولة في السوق المالية بجميع أنواعها (الأسهم: Giot and Laurent,2004، النفط الخام: Lacoursiere,1997،والعملات الأجنبية: Hendricks,1996، والمشتقات: Moosa and Bollen,2002)[1]،ويذكر أن العديد من الدراسات وظفت هذا النموذج لشرح العلاقة التي تربط التقلبات في أسعار النفط بأسعار الأسهم مثل [2]:

- دراسة (Pappetrou(2001 : حيث استخدم بيانات شهرية لليونان من ١-١٩٨٩ : ٦-١٩٩٩ وقد توصل إلى أن أسعار النفط مهمة جداً لشرح تقلبات أسعار الأسهم .
- دراسة (Sadorsky (1999 : حيث استخدم بيانات شهرية للسوق الأمريكية من ١-١٩٤٧ : ٤-١٩٩٦ اختبر فيها علاقة بين أسعار النفط (الفيول) و S&P 500 تضمنت الفائدة قصيرة الأجل و الإنتاج الصناعي ، وقد توصل إلى أن تحركات وتقلبات ذات أهمية كبيرة في شرح تقلبات عوائد الأسهم .
- Huang ,Masulis and Stoll (1996) : تعارضت نتيجة هذه الدراسة مع ما توصل له Sadorsky بأن عوائد عقود النفط المستقبلية تقود عوائد بعض أسهم شركات النفط الفردية ولكن لا تؤثر بشكل واسع على مؤشرات الأسهم مثل S&P 500

[1] Ming ,Chien and Wan-Hsiu ,2010, Modeling Value-at-Risk for oil Prices Using a Bootstrapping Approach ,International Research Journal of finance and Economic ,(ISSN 1450-2887),Issue 40 (2010).
[2] Shawkat andEisa, 2.April 2004,Dynamic Relationships Among Gcc stock Market and Nymex 0il Futures, Contemporary Economic Policy ,(ISSN 1074-3529),Vol.22,No.,250-269.

وقد وجد الباحثون أن هذا النموذج هو الأكثر شهرة وفاعلية فيما يتعلق بقياس الخطر ،فهو بمفهوم بسيط ؛ يقدم رقم وحيد يمثل الملخص الإجمالي للخطر الذي تتعرض له الأصول المالية [٣] ، و بالتالي هو يجيب على أسئلة المستثمرين الآتية[٤]:

- What is my worst –case scenario ?
- How much could I lose in a really bad month ?

ولاستخدام هذا النموذج يجب أن يتوفر لدينا ثلاث عناصر ، وهي :

- فترة زمنية محددة .
- مستوى الثقة .
- مبلغ أو نسبة الخسارة المحتملة .[٥]

و نجد بأن هذه العناصر تمكن النموذج من الإجابة على أسئلة أكثر تحديداً فيما يتعلق بالخسارة التي من المتوقع أن تتعرض لها الأصول المالية مثل :

- ما هي أقصى خسارة متوقعة في أسعار صرف الدولار العام القادم عند مستوى ثقة ٩٥% أو ٩٩%؟
- ما هي نسبة الخسارة القصوى المتوقعة في العام القادم عند مستوى ثقة ٩٥% أو ٩٩% ؟

و يستخدم لحساب هذا النموذج ثلاث طرق وهي[٦] :

١- طريقة المحاكاة التاريخية :

و تمثل أبسط طريقة لتقدير القيمة المعرضة للخطر تعتمد هذه الطريقة على مقولة " التاريخ يعيد نفسه " ، فيتم تقدير القيمة المعرضة للخطر لمحفظة من خلال تكوين سلسلة زمنية للعوائد التاريخية الفعلية

---

[3] Ming ,Chien and Wan-Hsiu ,2010, Modeling Value-at-Risk for oil Prices Using a Bootstrapping Approach ,International Research Journal of finance and Economic ,(ISSN 1450-2887),Issue 40 (2010).
[4] David Harper ,27 May 2010,investopedia, An Introduction To Value at Risk (VAR)
[5] www.stern.nyn.edu.
[6] A Primer on Value at Risk, 5 April 2010,The Financial Professional Post .

لتلك المحفظة و حساب التغيرات التي كانت تحدث لها في كل فترة علماً أننا سنأخذ هذه السلسلة مع كل عامل من عوامل مخاطر السوق،باعتبار أن التاريخ سيعيد نفسه بالنسبة للمخاطر المرتبطة بتلك العوائد أيضاً، و يتم تمثيل جميع البيانات التاريخية بيانياً لتجيب عن الأسئلة التي ذكرناها سابقاً ، حيث يتم فصل التغيرات اليومية إلى أرقام إيجابية و سلبية و تحليل كل مجموعة وفق مستوى معين للثقة .[٧]

٢- طريقة الانحراف والتباين :

تفترض هذه الطريقة بأن عوائد الأصول المالية تتوزع توزيعاً طبيعياً في ظل مخاطر السوق المختلفة، حيث يتطلب ذلك تقدير عاملين هما **:**

a) العائد حيث أنه ينقسم حسب توفر البيانات إلى قسمين فإما أن يكون متوقعاً من خلال عملية التنبؤ أو متوسطاً للعوائد من خلال البيانات التاريخية الفعلية .

b) الانحراف المعياري :وهو يمثل المخاطر الكلية (المنتظمة ،غير المنتظمة) التي تحيط بالأصل المالي .

وبالتالي التمثيل البياني لمنحنى التوزيع الطبيعي ،ونجد بأن هذه الطريقة تشابه في فكرتها الفكرة التي تقوم عليها طريقة المحاكاة التاريخية باستثناء استبدال منحني البيانات الفعلية بمنحنى التوزيع الطبيعي ، و الذي يوفر لنا معرفة ٥% و ١% الأسوأ بسهولة .

و ندرج هنا مستوى الثقة والانحراف المعياري المقابل له [٨]:

Confidence	Standard of Deviations
95 %(high)	-1.65xσ
99% (really high)	-2.33xσ

٣- طريقة مونتي كارلو :

[7] J.D.Cabedo and I.Moya ,2003,Estimiting oil price Value at Risk using the Historical Simulation approach ,Energy Economics ,V25,239-253.
[8] David Harper ,27 May 2010,investopedia, An Introduction To Value at Risk (VAR)

لا تتطلب هذه الطريقة توزع العوائد توزعاً طبيعياً ،ولكنها تعطي افتراضات واحتمالات مؤكدة فيما يتعلق بها ،حيث تشبه هذه الطريقة طريقة الانحراف والتباين في بعض خطوات حسابه ولكنها تختلف فيما يتعلق بإيجاد التوزيعات الاحتمالية لكل عامل من عوامل مخاطر السوق وكيف تتحرك مع بعضها .

الخاتمة[٩]:

حدد الباحثون اطريقة المستخدمة لحساب القيمة المعرضة للخطر حسب المعطيات المتوفرة، ففي حال كانت المحافظ لا تتضمن خيارات خلال فترة زمنية قصيرة (يوم ،أو أسبوع) تكون الطريقة المستخدمة هي الانحراف والتباين ، أما في حال كان يتم احتساب هذه القيمة من مصدر للخطر مستقر أساسه البيانات التاريخية (مثل أسعار البضائع (النفط-البن-الرز..)) فطريقة المحاكاة التاريخية هي الأفضل ، و لكن وبشكل عام لحساب القيمة المعرضة للخطر للمحافظ غير الخطية (تتضمن عدة خيارات) خلال فترة زمنية طويلة حيث تكون البيانات التاريخية متقلبة وغير متوازنة نستخدم طريقة مونتي كارلو ،ويرى الباحث بأن هذا النموذج وما يتضمنه من طرق تراعي ظروف السوق وحالاته ذو أهمية عالية في دراسة الجدوى الاقتصادية من الاستثمار في سوق معين عبر النتائج التي يقمها والتي تخص العوائد و المخاطر المحيطة بالأصول المالية وخاصة أن الانحراف المعياري المستخدم بأحد الطرق الرياضية المستخدمة في النموذج يقدم معلومات عن مدى قيم العائد الممكنة واحتمالات وقوع العائد المحقق ضمنها رغم ما يُؤخذ عليه كونه يقيس الحجم الكلي للمخاطر .

[9] www.stern.nyn.edu

ثانياً:نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أو Capital Assets Pricing Modeling (CAPM):

تم استحداث و تطوير هذا النموذج من قبل شارب Sharpe 1964 ،جون لنتر Linter 1965 ، جان

موسين Mossine 1966 ، إيغون فاما Fama 1968 [١٠] ، وقد تحدثت بعض الدراسات عن تطوير ميرتون Merton 1973 هذا النموذج ليشمل أكثر من عامل حيث سمي ب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الزمني (ICAPM)[١١]فقد ركز هذا النموذج على حالة المتغيرات القادرة على وصف التوزيع الطبيعي للعوائد المستقبلية ،فتحدث عن تأثير العوامل التي لا ترتبط مباشرة بمتغيرات اقتصادية واضحة ويمكن قياسها مثل تفاؤل المستثمرين بتوزيع الاستثمارات [١٢].

- **وظف الكثير من الباحثين هذا النموذج لمعرفة آثر تقلب أسعار النفط بأسعار الأسهم وبالتالي العوائد ، و نذكر منها :**

- **دراسة (Gisser and Goodwin (1986**:حيث توصلت إلى أن لتقلبات أسعار النفط تأثير معاكس على الاقتصاد وبالتالي على أسعار الأسهم.

- **دراسة (Randi ,Johannes ,Bernt (2009**:

في هذه الدراسة قام الباحثون بمقارنة العلاقة بين أسعار النفط وأسعار الأسهم في OSE و مؤشرات MSCI في الشرق و أمريكا الشمالية وأوروبا،وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن العلاقة بين أسعار النفط و الأسهم تخلط مابين العلاقة الإيجابية والسلبية ، فوجدوا أن أسعار الأسهم في الشرق اتجهت نحو الانخفاض عند ارتفاع أسعار النفط في حين أن الأسعار اتجهت نحو الارتفاع في سوق OSE ،وتحدثت الدراسة على أن العلاقة تكون إيجابية أيضاً في الدول التي تملك مخزون كبير من احتياطي النفط وخاصة إذا كانت شركات النفط المحلية هي الأكبر في السوق الوطنية وهذا ينعكس في سوق OSE حيث يوجد الكثير من الشركات الكبيرة ذات العلاقة بقطاع النفط ، وجدت هذه الدراسة أيضاً بأن أهمية

---

[١٠] الهندي ،منير ، أساسيات الاستثمار والأوراق المالية ،٢٠٠٣ ،ص ٢٩٨-٢٩٩

[11] Randi N_s, Johannes A. Skjeltorp and Bernt Arne _degaard, Nov 2009 , What factors affect the Oslo Stock Exchange?

[12] Somoye, Akintoye, Oseni, 2009, International Research Journal of finance –Issue 30(2009), Determinants of Equity Prices in the Stock Markets

النفط تكمن في كونه يتصل اتصالاً مباشراً أو غير مباشر بإنتاج الكثير من الشركات فالارتفاع غير المتوقع بأسعار النفط يؤدي إلى انخفاض قيمة التدفقات النقدية المستقبلية لهذه الشركات لذا قد يشكل خطراً على هذه التدفقات بالتالي يؤثر في تكلفة رأس المال (عامل الخصم) ، كما أن جميع القطاعات الصناعية تتأثر بأسعار النفط في حين يتوقف ذلك على درجة تحوط الشركات لخطر أسعار النفط فيما تتأثر الشركات النفطية بشكل إيجابي اتجاه التغيرات في أسعار النفط.[١٣]

- **دراسة Attiya , Eatzaz (2009)** :استخدمت هذه الدراسة المتغيرات الاقتصادية وعائد السوق كمنظومة لمصادر تشرح التغيرات في عوائد الأسهم ؛ومن العوامل الاقتصادية المستخدمة فيها مثل التضخم ،معدل طلب النقود ، خطر تغير عائد السوق ، خطر أسعار النفط ،وتوصلت إلى أن علاقة أسعار النفط بأسعار الأسهم بأغلب الأحيان سلبية .[١٤]

- **دراسة Basher and Sadorsky (2006)** : وجدت هذه الدراسة بأن النفط ، و رأس المال طويل الأجل ، و العمل ، و المعادن تشكل المكونات الأهم لإنتاج معظم البضائع و الخدمات ، و تغيرات الأسعار لهذه المدخلات يؤثر في التدفقات النقدية ، فارتفاع أسعار النفط في ظل غياب أي بديل يقود لزيادة في تكاليف الإنتاج يكبح أي زيادة في التدفقات النقدية و بالتالي يخفض من أسعار الأسهم [١٥]

---

[13] مرجع سابق

[14] Attiya Y. Javid, Eatzaz Ahmad,2009, International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 25 (2009), Testing Multifactor Capital Asset Pricing Model in Case ofPakistani Market

[15] Mohan Nandha , Harminder Singh , May 2011 , Oil price and stock market returns: The Chinese market

- يمكن أن يعتبر هذا النموذج من النماذج الأساسية المستخدمة في قياس المخاطر ، وهو نموذج بسيط رسالته الأساسية [١٦]:

" An investment's risk premium varies in direct proportion to the investment volatility compared to the rest of competitive efficient market "

يرتكز هذا النموذج على فكرة أساسية مفادها ؛ تقدير قيمة الأصول المالية عن طريق ربط عائداتها بالمخاطر المرتبطة بها ، وبالتالي الوصول إلى الحالة المثلى لأي مستثمر متمثلة بأكبر العوائد و أقل المخاطر .[١٧]

فقد استخدم هذا النموذج في تحليل العلاقة بين مخاطر الورقة المالية والعائد المطلوب تحقيقه ،والعبرة هنا ليست في المخاطر غير المنتظمة التي يمكن الحد منها بالتنويع إنما في المخاطر المنتظمة ومدى تأثيرها على عائد ومخاطر المحفظة .

- **يجيب هذا النموذج عن الأسئلة الآتية :**

  - ✓ ماذا تعني المخاطرة وكيف يتم حسابها أو قياسها ؟
  - ✓ ما هي العلاقة بين عوائد المحفظة المتوقعة ومخاطرها ؟

- **الافتراضات الخاصة بنظرية تسعير الأصول الرأسمالية:**

١- يعتمد المشروع في تمويل أعماله على حقوق الملكية، أي أن Bi هي Bi بفرض عدم لجوء المشروع إلى الاقتراض في تمويل أعماله.

2-يركز جميع المستثمرون على فترة واحدة عادة ما تكون سنة مالية وأنهم يهدفون إلى تحقيق أقصى منفعة خلال هذه الفترة، عن طريق اختيار أفضل محفظة وذلك في ضوء العائد والمخاطر الخاصة بالمحافظ البديلة المتاحة.

3-يمكن لجميع المستثمرون الاقتراض أو الإقراض و بمعدل سعر الفائدة الخالي من المخاطر لأية كمية من الأموال ، كما لا يوجد أية قيود على البيع على المكشوفRF .

[16] Law & Valuation Financial Valuation In legal Contexts ,2003.
[17] Law & Valuation Financial Valuation In legal Contexts ,2003.

4-تجانس توقعات المستثمرين، وهو ما يمكن افتراض إمكانية تحققه في ظل توافر كافة المعلومات الخاصة بالإيرادات المتوقعة لكل ورقة، وتبايناتها، وكذلك تغايرات إيرادات هذه الأوراق مع إيرادات السوق.

5-أنه يمكن تقسيم الأصول إلى قيم متناهية الصغر(أي أن قيمة كل سهم في متناول الجميع)بحيث يمكن بيع أو شراء السهم بسهولة تامة ووفقاً للسعر الجاري في السوق.

6-انعدام تكاليف البيع والشراء، مع افتراض عدم وجود ضرائب.

7-لا تؤثر قرارات أي مستثمر على سعر السوق فجميعهم يتعاملون مع السعر على أنه من معطيات السوق دون إمكانية التأثير فيه. (price takers)

8-يتمتع السوق بالكفاءة أي توافر كافة المعلومات، هذا بالإضافة إلى وجود السوق الكامل الذي يتوافر فيه قدر كبير من المتعاملين، وأن المتعاملين الحديين وهم الذين يحددون أسعار السوق عددهم كبير جداً ولديهم محافظ كاملة التنويع.

- **المعادلة الرياضية الخاصة بنظرية تسعير الأصول الرأسمالية :**

تستخدم معادلة خط سوق الورقة المالية كأساس لتسعير الأصول الرأسمالية ،فإذا كان العائد المتوقع **أكبر** من العائد المطلوب دل ذلك على انخفاض سعر الأصل الرأسمالي عن السعر العادي، وعلى العكس إذا كان العائد المتوقع **أصغر** من العائد المطلوب دل ذلك على ارتفاع سعر الأصل الرأسمالي عن السعر العادي ؛ حيث أن هذه المعادلة المستخدمة في النموذج وهي[١٨] :

$$Ri= RF + (RM - RF)\ \beta\iota$$

حيث تستخدم هذه المعادلة في وضع معايير قرارات الاستثمار.

تبين هذه المعادلة أن العائد المتوقع على أصل ما يتوقف على ثلاث عناصر :

- **المقابل لقيمة الوقت بالنسبة للنقود Rf (The Pure time value of money):**

و يعبر عن المقابل الذي يعطى للمستثمر نتيجة تأجيله للإنفاق دون تحمل أية مخاطر متضمنة تعويضه عن معدل التضخم خلال فترة تأجيل الاستهلاك ، وتمثل أذونات الخزينة الاستثمارات الخالية من المخاطر ؛ وهي أوراق مالية حكومية يصدرها المصرف المركزي وتتميز بكونها أكثر الأوراق المالية سيولة وتداول ضمن الأسواق المالية حيث تعتبر مجال استثماري ممتاز ومؤقت للأموال المراد الاحتفاظ بها لمواجهة احتياجات السيولة في المستقبل القريب .

[18] Law & Valuation Finance Valuation in legal contexts.

- **المقابل لتحمل درجة متوسطة من المخاطر المنتظمة** ، والذي يقاس بعلاوة خطر السوق والذي يرتبط بمفهوم العائد الخالي من المخاطرة وتمثل جزء من العائد يكفي للتعويض عن المخاطر الإضافية التي ينطوي عليها الاستثمار ، ولتقدير علاوة المخاطر في أسواق رأس المال يتم الاعتماد على السندات عالية الجودة لأنها لا تتعرض لمخاطر تذكر فتكون علاوة المخاطر الخاصة بها تكاد تساوي الصفر وبالتالي فإن **علاوة المخاطر المترتبة على الاستثمار في الأسهم تنتج عن طرح معدل العائد المتولد عن السندات من معدل العائد على الأسهم** RM – RF .
- **قيمة الخطر المنتظمة الخاصة بالأصل مقومة بالمخاطر المتوقعة الخاصة بالسوق** و التي يرمز بها $\beta\iota$ وتتضمن كافة المخاطر التي لا يمكن أن نتخلص منها بالتنويع والتي تعود إلى ظروف عامة تصيب الاقتصاد ككل مثل : التضخم ،الكساد ،تغيرات الناتج المحلي الإجمالي ،تغيرات أسعار الفائدة وغيرها .

➢ **الخاتمة:**

أهم ما استطاع تحقيقه هذا النموذج هو إزالة التعقيدات والقشور التي كانت تحول دون فهم العلاقة الحقيقية بين العائد والمخاطرة إضافة إلى دوره في تحديد معايير للقرارات الاستثمارية من خلال تقييمه للأوراق المالية وتطبيق النموذج على العوائد المتوقعة و بيتا المستقبلية و هذا برأي الباحث ما يجعل القرار الاستثماري لأي مستثمر يتمخض عن أسس عقلانية ورشيدة بعيداً عن الإشاعات ، وكل ما جاء بعدها من نماذج أو نظريات لم تكن سوى تخطي لأي سلبيات أو انتقادات توجهت له والتي أهمها عدم قدرته على قياس محفظة السوق الحقيقية مثل نموذج ICAPM (Intertemporal Capital Assets Pricing Model) ، ونجد أن جوهر ما جاء به هذا النموذج هو الاعتراف باستخدام المستثمرين لمحافظهم للتحوط ضد الشكوك المتعلقة بأسعار السلع والخدمات ، مستقبل العوائد المتوقعة و فرص العمل المستقبلية من بين أمور أخرى وبما أن Beta لم تتضمن هذه الشكوك والعلاقة التي تربطها كمخاطر بالأصول فهي مقياس غير مكتمل بالنسبة للمستثمرين في حين أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الزمني طرح عوامل للخطر إضافية لم يعط عنها الكثير من التفاصيل فأعتبرها الباحثون ميزة تفتح لهم أبواب البحث من خلال تحليل البيانات التاريخية للأسعار مما يمنح المستثمرين معلومات إضافية عن المخاطر تؤثر بما هم على استعداد لدفعه ثمناً للأصول ، ويلتقي هذا النموذج مع نموذج Fama& French متعدد العوامل الذي توصل إلى عدم وجود علاقة

تاريخية بين العوائد على الأسهم وبيتا السوق الخاص بهم إنما ترتبط بشكل أساسي بعاملين هما:

- حجم الشركة .
- نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية للأسهم (Market/Book Ratio).

وقد وجدوا أيضاً بأن الشركات الصغيرة ذات معدلات عائد عالية على الرغم من أن نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية للأسهم (Market/Book Ratio) منخفضة ، هذا ما فسره نموذج تسعير الأصول الرأسمالية مع افتراض كفاءة السوق بأنها تأتي للتعويض عن المخاطر العالية التي سوف يتحملها المستثمرون ،وبعبارة أخرى ليس هناك وجبة غداء مجانية .

➢ نظرية المراجحة :

لمعرفة آثر التقلب في أسعار النفط على أسعار الأسهم في السوق السعودية، والاستفادة من هذا الآثر بطريقة تقنية ،سنتناول بالشرح نموذج المراجحة (Arbitrage)كأداة للتعرف على هذا الآثر وتفسيره ، حيث طور من قبل Ross في عام ١٩٧٦ كبديل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية أو CAPM(Capital Assets Pricing Model)، وقد كان من أهم ما طرح في هذا النموذج تعدد مصادر الخطر في الاقتصاد ، والتي لم تستطيع استراتيجيات إدارة المحافظ كالتنويع التخلص منها مثل التضخم ، البطالة ، التغيرات في الإنتاج المحلي وغيرها من المصادر حيث يمكن للنموذج قياس حساسية عوائد الأصول إلى التغيرات التي تطرأ عليها ، استخدم هذا النموذج في كثير من البحوث والدراسات التي تناولت تفسير ماهية العلاقة التي تربط أسعار الأسهم بالعوامل الاقتصادية عموماً وبأسعار النفط خصوصاً ،ومنها :

- **دراسة Hammoudheh ,H.Li (2005):**[1]

استخدم في هذه الدراسة نموذج المراجحة (Arbitrage) إضافة لنموذج (Value at risk) لهدفين :

١. فحص ومقارنة حساسية أسعار النفط إلى عوائد الأسهم في الدول النفطية مثل مكسيكو وغيرها دون أن تتضمن دول الخليج العربي إضافة إلى صناعتان أساسيتان وحساستان للنفط (نفط الولايات المتحدة الأمريكية ، صناعات وسائل النقل).
٢. فحص ومقارنة حساسية النفط وعوائده مع حساسيته خطر آخذين بعين الاعتبار سوق رأس المال العالمي .

وقد توصلت وبناء على البيانات اليومية لمتغيرات البحث إلى وجود علاقة عكسية ذات اتجاهين بين النمو في أسعار النفط المستقبلية و العوائد في سوق رأس المال العالمي ممثلاً ب (MSCI) ،وتعني هذه النتيجة أن وصول أسعار النفط إلى أعلى حد لها ذو تأثير سلبي على السوق ككل ،حيث عزز نموذج المراجحة هذه النتيجة مع إهمال الارتفاع أو الانخفاض في السوق ، و اعتبر الباحثون أن هذه النتيجة تفيد بالتنبؤ بالعوائد أو بأسعار النفط بناء على البيانات اليومية .

[1] Hammoudeh ,Li ,2005,Oil sensitivity and systemic risk in oil sensitive stock indices ,Journal of Economic and Business 57(2005)1-21.

ليس ذلك وحسب إنما أشاروا إلى ضرورة الاستفادة من تحرك هذين المتغيرين باتجاهين مختلفين لاشتقاق محفظة دولية خالية من المخاطر ، وعلى النقيض ذلك وجد الباحثون تأثير إيجابي للنمو في أسعار النفط على الأسهم ذات العلاقة بالنفط ، و بناء على ذلك سيحاول المستثمرين الاستفادة من أي ارتفاع بأسعار النفط بالاستثمار في أسهم الصناعات النفطية في الولايات المتحدة ، بينما وجدوا أن العلاقة سلبية بين أسعار النفط وصناعة وسائل النقل.

- **دراسة Jones ,Kaul (1996):[٢]**

هدف البحث إلى دراسة إمكانية تعديل التغير في التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية أو/و العوائد من آثر التقلبات في أسعار النفط على أسواق الأسهم العالمية (.. US,UK ,Japan ,Canada) وقد توصلت الدراسة إلى وجود ردة فعل يمكن آخذها بعين الاعتبار بالنسبة لأسواق US و Canada من خلال آثر تقلبات أسعار النفط على التدفقات النقدية الحقيقية وهو سلبي على الأغلب فيما كانت النتائج ضعيفة فيما يتعلق بأسواق UK و Japan .

- **دراسة Timothy ,Robert (1999) :[٣]**

هدفت الدراسة اكتشاف مدى حساسية عوائد أسهم الصناعات الاسترالية إلى أسعار النفط ،وقد توصل من خلالها إلى النتائج التالية :

- ✓ اختلاف درجة تأثر عوائد الصناعات إلى التقلب في أسعار النفط .
- ✓ هناك علاقة إيجابية بين أسعار النفط وصناعات (النفط ،الغاز ،مشتقات الطاقة).
- ✓ هناك علاقة سلبية بين أسعار النفط وصناعات (الورق،الحقائب ،وسائل النقل) .
- ✓ لاحظ الباحثون تخطي بعض الشركات لآثر التغيرات في أسعار النفط من خلال نقله إلى المستهلك أو التحوط ضده ،حيث آخذت هذه النتائج بعين الاعتبار في إدارة الصناعات و ولدى صانعي القرار .

[2] Jones ,Kaul ,1996,Oil and Stock Markets ,The Journal of finance ,Vol LI ,NO.2.June 1996
[3] Timothy ,Robert ,1999, Oil price risk and the Australian stock market ,Journal of Energy Finance and Development ,4(1999) 69-87.

➢ **تقوم هذه النظرية على مجموعة من الفرضيات[4] :**

١) المنافسة التامة في أسواق رأس المال .

٢) الاستثمار في ظل ظروف التأكد.

٣) يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأصول المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل والمؤشرات .

٤) لا توجد مخاطر تحيط بفرص المراجحة الرابحة .

٥) يمكن الإقراض والاقتراض بمعدل يساوي العائد الخالي من المخاطرة .

تستخدم هذه النظرية ما يسمى بنموذج العوامل Factor Model ،ويقصد بذلك العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية ، وحسب نظرية الاربتراج فإن العائد على الأوراق المالية يتأثر بنوعين رئيسيين هما :

- عوامل اقتصادية عامة وهي عوامل السوق (التضخم ، البطالة ، أسعار الفائدة ،و غيرها) .
- عوامل خاصة بالمنشأة المصدرة الأوراق المالية .

وتعتبر النظرية بأن هذه العوامل ذاتها مصادر للخطر و يجب التخلص من آثارها السلبية ،و قد حدد الباحثون مجموعة من الخواص التي يجب أن تتوفر فيها ، وهي :[5]

✓ لا يمكن التنبؤ بالعوامل بشكل تام في بداية الفترة ، و اعتبرها الباحثون من الخواص الهامة التي يجب أن تتوفر لدى العوامل المختارة في بحوث الاربتراج حيث أن أكثر الباحثون قاموا باختيار العوامل الخاصة ببحوثهم أمثال Roll & Ross (1980), Lehmann & Modest (1988) على أن تكون غير قابلة للتنبؤ من خلال قيم تاريخية أو عبر أي معلومة متوفرة عنها ؛أي أن قيمة العوامل في بداية الفترة صفرية .

---

[4]Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, Finance Marketing Theories & Evidence Theory ,The Arbitrag Pricing Theory ,Chapter 9 P.1

[5]Bachelor's thesis , Mauri Paavola , 2006 ,TESTS OF THE ARBITRAGE PRICING THEORY USING MACROECONOMIC VARIABLES IN THE RUSSIAN EQUITY MARKET.

- ✓ يجب أن يكون لكل عامل تأثير على توزع عوائد الأسهم ؛ بمعنى آخر يمكننا من خلال تنويع المحافظ الاستثمارية التخلص من المخاطر غير المنتظمة الخاصة بالمنشأة والقطاع الذي تنتمي له ، ولكن التنويع سوف يكون غير مجدي في حال المخاطر المنتظمة أو المخاطر السوقية.

- ✓ يجب أن تكون العوامل ذات الصلة والمؤثرة في العائد المتوقع غير صفرية الأسعار ، وإلا لن يكن لها أي تأثير على العائد وبالتالي ستكون هذه النظرية محض مسألة تجريبية .

- **يمكن التعبير عن العلاقة بين العائد والعوامل المؤثرة به على الشكل الآتي** [٦] **:**

$$R\,it = ai + bi1\,Fit + \ldots + bij\,Fjt + \varepsilon\,it$$

Rit : العائد المتوقع على الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة.

ai :العائد المتوقع على الورقة المالية إذا كان معدل التغير في العوامل الرئيسية يساوي الصفر؛ وبمعنى آخر يقصد به العائد الخالي من المخاطرة والتي يرغب المستثمرون بالحصول عليها من الاستثمارات الخالية من المخاطر مثل سندات الخزينة .

bij:درجة حساسية العائد على الورقة المالية للتغيرات في العوامل الأساسية المؤثرة .

Fjt:مجموعة العوامل أو المؤشرات التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية **أو ما يسمى بعلاوة الخطر المرتبطة بكل عامل ، وتعتمد على :**

a) علاوة الخطر ترتبط مع كل عامل .

b) حساسية الأسهم لكل عامل ، بما يشابه فكرة أو مفهوم بيتا .[٧]

ε : تأثير العوامل المرتبطة بالمنشأة (المخاطر غير المنتظمة) بالعائد .

ونجد بأن النموذج ترك للمستثمرين والمحللين تحديد وتعريف العوامل المؤثرة بكل سهم ، ولذلك سيواجهون تحدي لتحديد العناصر الآتية:

١) كل العوامل المؤثرة في الأسهم .

٢) العوائد المتوقعة لهذه العوامل .

٣) حساسية الأسهم لكل عامل من العوامل .[٨]

---

[6] Shawkat Hamoudeh ,H. Li , 2005 , Oil and Sensitivity and Symmetric Risk Oil Sensitive Stock Indices .

[7] *Arbitrage Pricing Theory or APT,2006,* Money-Zine.com.

وبالتالي يتبين لنا من خلال هذا النموذج بأن العوائد الأوراق المالية تتأثر بمجموعة من العوامل مثل التضخم ، سعر الفائدة ،الناتج المحلي الإجمالي ، التغيرات السياسية وهي غير قابلة للحصر٩ ويشار لهذه العوامل بالعوامل العامة أو المخاطر المنتظمة والتي لا يمكن التخلص منها إلا بإتباع سياسة التنويع الدولي ، وبرأي الباحثة تختلف هذه المتغيرات بتأثيرها من دولة لأخرى وفقاً للسياسات الاقتصادية المتبعة فيها و الواقع الاقتصادي الذي تعيشه وخاصة فيما يرتبط ب (حالة الاقتصاد ، الأنظمة والقوانين النافذة فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف ، إضافة للقطاعات الإنتاجية الأساسية فيها) ففي ظل التحديد المسبق لأسعار الفوائد سيكون من المستحيل أن نجد أي آثر ملحوظ لهذا المتغير على السوق المالي وبالتالي على الأوراق المالية المتداولة فيه،و بناء على ذلك نذكر بأن أسعار النفط كمتغير من متغيرات هذا البحث يمكن أن يعتبر كأحد العوامل الاقتصادية العامة (المخاطر المنتظمة)، وليس ذلك فقط فقد استطاع هذا النموذج تلافي ما اعتبره الباحثون عيب في نظرية تسعير الأصول الرأسمالية التي اقتصرت في تفسير التغيرات الطارئة على عوائد الأوراق المالية بمعامل بيتا الخاص بمحفظة السوق بينما تخضع لتأثير نوع آخر من المخاطر توصف بأنها غير منتظمة و تنشأ نتيجة مجموعة من العوامل الداخلية التي تخص المنشأة المصدرة للأوراق المالية مثل : ضعف كفاءة السياسات الإدارية ، تقلب الدورات التجارية إضافة إلى ظروف تخص القطاع الصناعي الذي تعمل فيه ، و من الضروري الإشارة لإمكانية التخلص منها بتبني سياسة التنويع خاصة في حال كان معامل الارتباط بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة (-١) ؛ و بمعنى آخر تحرك أسعار هذه الأوراق المالية بصورة متعاكسة ، وبما أننا سنركز في بحثنا على هذا النموذج كأداة للإجابة على الأسئلة التي قمنا بطرحها سابقاً في معرض مخطط البحث سنقوم بتطبيق متغيرات البحث على عليه من خلال إسقاط متغيرات البحث على المعادلة الخاصة به على الشكل الآتي :

$R1=ai+ X$

$R2=ai+ X$

$R3=ai+ X$

$R4=ai+ X$

---

[٨] نفس المرجع السابق

[9] Bachelor's thesis , Mauri Paavola ,2006,TESTS OF THE ARBITRAGE PRICING THEORY USING MACROECONOMIC VARIABLES IN THE RUSSIAN EQUITY MARKET.

X: أداء مؤشر سلة أوبك .

R1: أداء مؤشر الصناعات البتروكيماوية .

R2: أداء مؤشر الاستثمار الصناعي.

R3: أداء مؤشر المصارف والخدمات المالية .

R4: أداء مؤشر السوق الرئيسي (تاسي).

وسوف نستعين بالتحليل الإحصائي لدراسة هذه المتغيرات وحركتها والعلاقة الرابطة بينها للوصول في النهاية للإجابة عن كافة الأسئلة المطروحة في البحث واختبار فرضياته بعد الآخذ بعين الاعتبار الأساليب الإحصائية التي سبق أن تم استخدامها في الدراسات السابقة ، حيث سنتناول كلاً من :

- **العرض البياني (Creating Charts) .**
- **التحليل الوصفي (Descriptive Analysis) .**

علماً بأننا سنستعين بهذه المؤشرات في دراسة متغيرات البحث والعلاقات التي تربط بينها واختبار فرضياته ، لعلنا نستطيع الوصول إلى نتائج تخدم أهداف البحث بحيث يمكن تعميمها .

الخاتمة :

اعتمد الكثير من الباحثين على هذا النموذج لتفسير التغيرات التي تطرأ على عوائد الأصول المالية فقد سمح هذا النموذج للباحثين باستخدام نطاق واسع من المتغيرات وخاصة الاقتصادية منها (التي تتضمن أرقام محددة تقريباً) مما جعله أقرب للواقع بعيداً عن الفرضيات حتى أن فوائده امتدت ليكون أحد أدوات التحليل الأساسي فإضافة إلى شرحه الظواهر التي يتم ملاحظتها في أسواق رأس المال وخاصة فيما يتعلق بمخاطر الأصول ، نجد بأن الميزة الأساسية الذي جاء بها هذا النموذج تركزت بتعدد العوامل المؤثرة على عوائد الأصول و التي هي نفسها الانتقاد الذي وجه له باعتباره لم يحدد العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الأوراق المالية[١٠] وبرأي الباحث ضرورة اتجاه كل من

[10] Bachelor's thesis , Mauri Paavola ,2006,TESTS OF THE ARBITRAGE PRICING THEORY USING MACROECONOMIC VARIABLES IN THE RUSSIAN EQUITY MARKET

الباحثين وصناع السوق إلى النماذج التي تمد المستثمرين بكافة المخاطر التي تحيط باستثماراتهم بما يسمح لهم تكوين محافظ تستطيع التحوط من هذه المخاطر والتخلص منها في بعض الحالات ، وبقدر من العوائد يتناسب مع المخاطر المحيطة بهذه الاستثمارات .

الفصل الثالث

القسم العملي

المقدمة :

طرحنا فيما سبق شرحاً نظرياً مفصلاً لكل من الأسواق المالية وأسواق البضائع و النماذج المستخدمة في تفسير العلاقة بينهما من خلال الوقوف على طبيعة العلاقة التي تربط بين عوائد الأسهم من جهة و تقلبات أسعار النفط من جهة أخرى ،إلا أن الحصول على بحث قابل للتطبيق و التعميم يحتم علينا الاستعانة بما تصدره تلك الأسواق من بيانات و معالجتها عملياً من خلال استخدام أساليب التحليل الإحصائي و بما يتناسب مع طبيعة تلك البيانات و توزعها ، ويتضمن هذا البحث :

أولاً : تعريف إحصائي للبحث .

ثانياً : دراسة إحصائية واقتصادية لمتغيرات البحث.

ثالثاً : اختبار فرضيات البحث .

أولاً : تعريف إحصائي للبحث :

١- **مجتمع البحث** : وهو عبارة مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة الفاصلة بين العامين ٢٠٠٧ و ٢٠١١، وقد تم آخذ البيانات اليومية لهذه المؤشرات وعلى مدار خمسة أيام عمل في الأسبوع وسعى الباحث إلى تخفيض التذبذبات بتلك البيانات من خلال احتساب اللوغريتم الطبيعي الخاص بها.

٢- **عينة البحث (Sample)** : تتألف من المتغيرات التابعة (dependent Variable) والتي تم انتقائها من سوق الأسهم السعودي:

- مؤشر الصناعات البترو كيماوية (Petrochemical Industries Index).
- مؤشر الاستثمار الصناعي (Industrial Investment Index).
- مؤشر المصارف والخدمات المالية (Banks & Financial Services Index).
- مؤشر السوق الرئيسي (Tasi)

٣- **المتغير المستقل(Independent Variable)** : ممثلاً بمؤشر أسعار سلة أوبك ،وببيانات يومية أيضاً لمدة خمسة أيام عمل في الأسبوع .

٤- الأساليب الإحصائية المستخدمة :

١,٤.العرض البياني (Graphical Presentation).

٢,٤.التحليل الوصفي (Descriptive Analysis):

سنقوم بدراسة كل متغير على اعتباره ظاهرة بحد ذاتها من خلال بعض المؤشرات والمقاييس الإحصائية الخاصة بالتحليل الوصفي مثل (Max , Main , Standard Deviation,…).

٣,٤. تحليل الارتباط (Correlation Analysis) :

يركز على دراسة نوع وقوة العلاقة بين متغيرين.

٤,٤. تحليل الانحدار الخطي البسيط (Regression).

ثانياً : دراسة إحصائية واقتصادية لمتغيرات البحث:

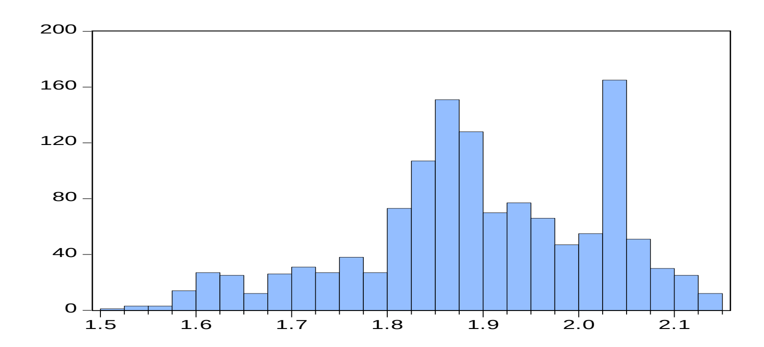
وتتضمن دراسة إحصائية لكل متغير مع الإشارة لأهم العوامل الاقتصادية التي تفسر تحركاته خلال فترة الدراسة مثل : السياسات الاقتصادية، سياسات الشركات ، حركة الاقتصاد العالمي وغيرها من العوامل التي ستتفاوت بتأثيرها على العلاقة التي قد تربط أداء الأسهم في السوق السعودية بمؤشر سلة أوبك وفقاً للآتي :

- **مؤشر أسعار سلة أوبك (OPEC Reference Basket-ORB) :**

سبق أن قدمنا شرحاً مفصلاً عن هذا المؤشر كممثل لسوق السلع الأساسية أو سوق البضائع في دراستنا لآثر أسعار النفط بأسعار الأسهم ، فيما سنبين حركته منفرداً في ضوء النتائج الإحصائية الواردة في الشكل (أ):



Figureأ مخرجات التحليل الإحصائي لمؤشر سلة أوبك



المصدر : مخرجات برنامج E-views

مع الآخذ بعين الاعتبار المخرجات السابقة نبند الاستنتاجات الآتية :

١- بناء على قيمة sig نجد أن مؤشر سلة أوبك لا يتبع التوزيع الطبيعي عند مستوى دلالة ٠,٠٥ وبعبارة أخرى سنقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم .

٢- قيمة Skewness تساوي ٠,٤٢- بالتالي فإن المنحنى التكراري للبيانات ملتوي نحو اليمين.

٣- قيمة kurtosis أصغر من ٣ مما يشير إلى أن التوزيع البيانات مدبب.[١]

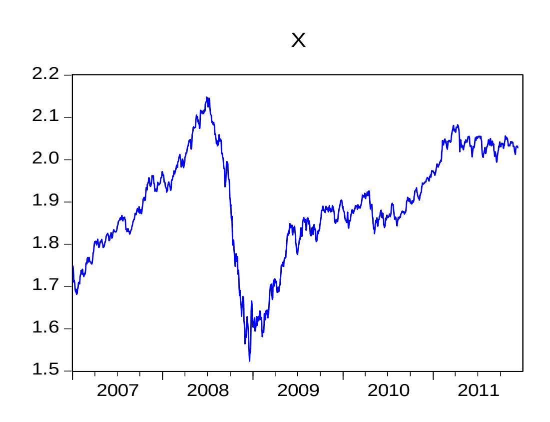
٤- يتطور مؤشر سلة أوبك عند مستوى ثقة ٩٥% بين ١,٨٩ و ١,٩٠ فيما الانحراف معياري (0.127) علماً أنه سجل أعلى قيمة للبرميل في الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ نتيجة للأزمة والتي كان لها آثاراً إيجابية على السوق النفطية العالمية خلال الأشهر السبعة الأولى من عام ٢٠٠٨ تمثلت في تصاعد أسعار النفط المختلفة إلى مستويات قياسية نتيجة لمجموعة من العوامل قمنا بذكرها سابقاً في المبحث الثاني من الفصل الأول ، وقد سجل أدنى قيمه بالربع الأخير من العام نفسه بقيمة قدرها (1.52) نتيجة التداعيات السلبية للأزمة مما أدى لانخفاض الطلب العالمي على النفط بمقدار ٣٠٠ ألف ب/ ي وبمعدل سالب ٠,٣% [٢] ، في حين لا يمكننا إغفال دور ارتفاع المخزون النفطي العالمي والإستراتيجي إلى ٦٧٦٥ مليون برميل في

[١] د.خليل شرف الدين ، الإحصاء الوصفي، شبكة الأبحاث والدراسات الاقتصادية ، ص ٦٩ و ص ٧٣

[٢] التقرير الاقتصادي العربي الموحد الصادر في عام ٢٠٠٩ ، تطور النفط والطاقة ،ص ٨٥.

نهاية شهر كانون الأول ٢٠٠٨ في الضغط على أسعار النفط للانخفاض [٣]، فيما ٥٠% من قيم المؤشر خلال فترة البحث تزيد عن (١,٨٨) و ٥٠% منها تقل عن (١,٨٨) ، علماً أن الشكل (ب) يوضح مسار تطور هذا المؤشر خلال فترة البحث :[٤]

Figureب تطور مؤشر سلة أوبك بين عاميَ ٢٠٠٧-٢٠١١



المصدر: مخرجات برنامج E-veiws

[٣] المرجع السابق نفسه ،ص ٩٣.
[٤] مخرجات برنامج E-views.

➢ مؤشرات سوق الأسهم السعودية :

اختار الباحث عدد من مؤشرات سوق الأسهم السعودي كعينة للبحث تضمنت مؤشر السوق الرئيسي إضافة لمؤشرات ثلاثة من أنشط القطاعات المتضمنة في السوق السعودية و هي (مؤشر الصناعات البتر وكيماوية ، مؤشر الاستثمار الصناعي ، مؤشر الخدمات المالية والمصرفية)؛ ففي عام ٢٠٠٨ استحوذ قطاع الصناعات البتروكيماية على المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة التي وصلت إلى ١٤,٦١ مليار سهم وبنسبة قدرها ٢٤,٤٩% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق و يليه في ذلك قطاع المصارف والخدمات المالية بنحو ٩,٤٦ مليار سهم وبنسبة ١٥,٨٥ %، فيما احتل قطاع الصناعات البتر وكيماوية المرتبة الثانية بعدد الصفقات المنفذة في عاميّ ٢٠٠٩ و ٢٠١١ بما يقارب ٣,٨٧ مليون صفقة وبنسبة ١٩,٧٤% من إجمالي الصفقات المنفذة خلال عام ٢٠٠٩ في المقابل كان وصلت إلى ٤,٠٧ مليون صفقة خلال عام ٢٠١١ وبنسبة قدرت ب ٢٩,٩٨% ، و تلاه قطاع الاستثمار الصناعي بنسبة ٩,١٠% ونحو ١,٧٨ مليون صفقة خلال العام نفسه [٥].

وهنا ننتقل إلى تتبع ودراسة كل مؤشر من مؤشرات السوق السعودية المتضمنة في البحث على حده:

I. مؤشر السوق الرئيسي (Tasi):

"وهو مؤشر عام يستخدم لقياس الأداء العام للسوق ، وهو المتوسط المرجح لأسعار أسهم الشركات العاملة في السوق ".[٦]

"وقد قررت هيئة السوق المالية بتاريخ ١٢/٤/ ٢٠٠٧ تحديث معادلة حساب المؤشر العام والمؤشرات القطاعية لتتضمن فقط إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتاحة للتداول ويستبعد منه أي سهم غير متاح للتداول وبالتالي استبعاد الأسهم المملوكة للأطراف الآتية:

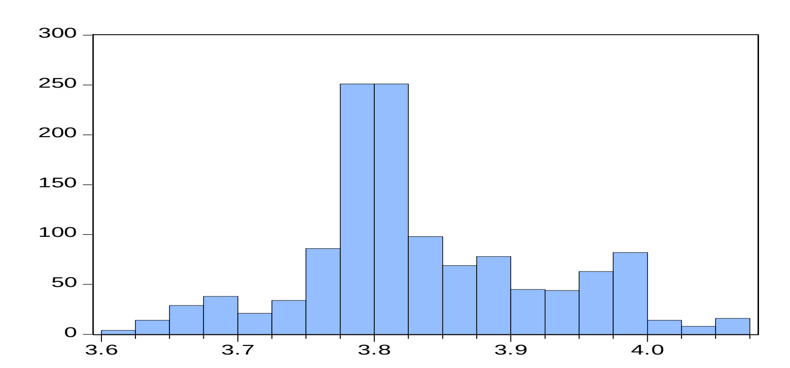
- الحكومة أو مؤسساتها .
- الشريك الأجنبي إذا كان محظوراً عليه البيع دون موافقة جهة إشرافية.
- الشريك المؤسس خلال فترة الحظر .

[٥] التقرير الإحصائي السنوي للسوق المالية السعودي للأعوام ٢٠٠٧ ، ٢٠٠٨ ، ٢٠٠٩ .
[٦] الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم ، ص ١٤ ، هيئة السوق المالية (www.cma.org.sa).

• من يملك ١٠% أو أكثر من أسهم الشركة المدرجة."[٧]

يبين الشكل (ت) مخرجات التحليل الإحصائي لمؤشر السوق الرئيسي(تاسي):

Figureت مخرجات التحليل الإحصائي لمؤشر تاسي



Series: R4	
Sample 1/01/2007 12/30/2011	
Observations 1245	
Mean	3.833705
Median	3.812997
Maximum	4.068075
Minimum	3.615951
Std. Dev.	0.088014
Skewness	0.347321
Kurtosis	2.932248
Jarque-Bera	25.26925
Probability	0.000003

المصدر: مخرجات برنامج E-veiws

بالنظر للشكل (ت) نستنتج:

١- مؤشر تاسي لا يخضع للتوزيع الطبيعي حيث قيمة sig تساوي الصفر نرفض فرضية العدم التي تنص على أن المتغير يخضع للتوزيع الطبيعي.

٢- قيمة K أصغر من ٣ بالتالي فإن التوزيع التكراري للبيانات مدبب .

٣- التوزيع التكراري للبيانات ملتوي نحو اليسار بناء على قيمة Skeewness تساوي ٠,٣.

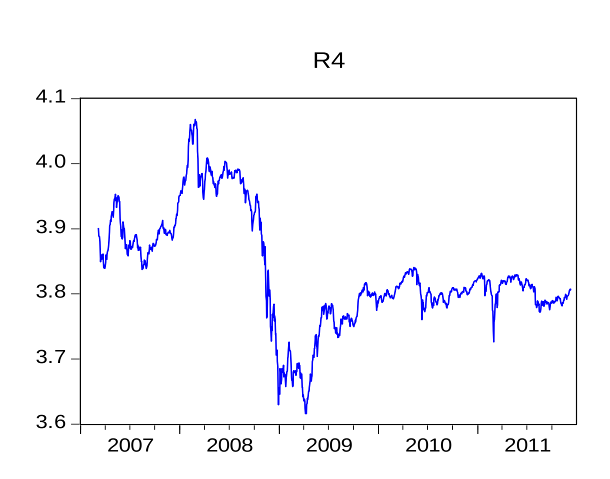
٤- يتراوح متوسط الحسابي للمؤشر بين (٣,٨٢٩) و (٣,٨٤٠) عند مستوى ثقة ٩٥% بانحراف معياري يساوي (0.088) ،وقد سجل أعلى قيمه خلال الربع الأول من ٢٠٠٨ نتيجة الارتفاع الحاصل في الأسواق العالمية وما رافقها من ارتفاع في أسعار النفط مما دفع عجلة النشاط في سوق السعودية و أدى إلى تدفق السيولة إلى السوق نتيجة لزيادة في الإيرادات العامة للدولة آنذاك على آثر النمو السنوي في صادراتها النفطية بمعدل ٣٨,٦% الذي حقق زيادة في إيراداتها النفطية بمعدل ٧٥% انعكس على السيولة من خلال التوسع في الإنفاق العام و رفع الرواتب ما أكده

[٧] التقرير السنوي الخامس والأربعون لأحدث التطورات الاقتصادية لعام ٢٠٠٩ ، ص ٩٧ ، مؤسسة النقد العربي السعودي .

التقرير الإحصائي السنوي لعام ٢٠٠٨ فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال كانون الثاني (٣٢٩، ٤٣٨، ٨٥٣، ٦٥٠,٧٥) بزيادة عن عام ٢٠٠٧ قدرها ٧٩,٩٤% فيما عدد الأسهم المتداولة (٨،٣٦٦،٧٣٦،٠١٠)[٨].

بينما كانت أدنى قيمه في آذار من عام ٢٠٠٩ نتيجة تداعيات الأزمة المالية التي بدأت تظهر آثارها في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ بانهيار فجائي للمؤشر بخسارة في قيمته قدرها ٤٩% بين شهريَ حزيران وكانون الثاني يرافقها تراجعاً بالقيمة الرأسمالية للسوق إلى ٢٤٤ مليار دولار مع الآخذ بعين الاعتبار أن قطاع البتر وكيماويات كان أكبر القطاعات الخاسرة بسبب ازدياد قلق المستثمرين إزاء الزيادة المفرطة في العرض العالمي ونقص مادة الغاز الأساسية في السعودية ، الأمر الذي امتدت آثاره حتى الربع الأول من عام ٢٠٠٩ خصوصاً باشتداد الأزمة العالمية واتجاه أسعار النفط للهبوط [٩]، يبين الشكل (ث) تطور المؤشر خلال فترة البحث :

Figureث تطور مؤشر تاسي



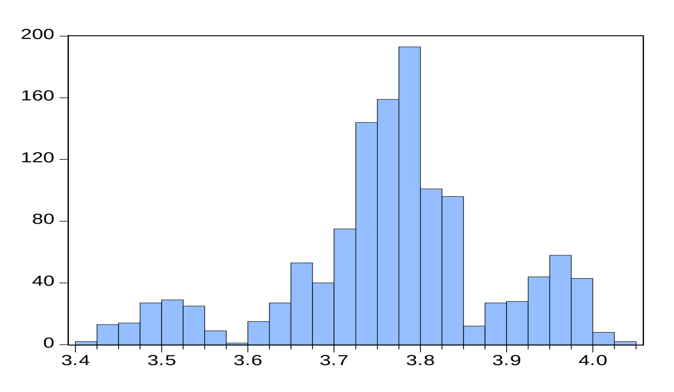
المصدر : مخرجات برنامج E-veiws

II. مؤشر الصناعات البتروكيماوية (Petrochemical Industries Index):

[٨] التقرير الإحصائي السنوي لعام ٢٠٠٨ ، ص ١٦ ،السوق المالية السعودية .
[٩] تقرير سامبا ديسيمبر ٢٠٠٩ ،السوق المالية السعودية :مسائل هيكلية ،أداء السوق في الآونة الأخيرة والتوقعات للفترة المقبلة .

ويتضمن الشركات المتخصصة في إنتاج وتسويق وتوزيع المنتجات البتروكيماوية وعددها (١٣)، يتبين لنا من خلال الشكل رقم (ج) مخرجات التحليل الإحصائي للمؤشر:


Figureج مخرجات التحليل الإحصائي لمؤشر الصناعات البتروكيماوية



المصدر : مخرجات برنامج E-views

بناء على الشكل (ج) نجد :

- لا تخضع بيانات مؤشر الصناعات البتروكيماوية للتوزيع الطبيعي حيث أن قيمة sig تساوي ٠,٠٠٠ بالتالي نقبل الفرضية البديلة البديلة ونرفض فرضية العدم .
- معامل التفرطح K أكبر من ٣ بالتاي فإن التوزيع التكراري للبيانات منبسط.
- التوزيع التكراري للبيانات منحني نحو اليمين وفقاً لقيمة skewness التي تساوي ٠,٤٨- .
- تتراوح قيمة المتوسط بين (٣,٧٦١) و(٣,٧٧٥) عند مستوى ثقة ٩٥% بانحراف معياري قدره (0.122)، وقد كانت أعلى قيمه خلال شهر كانون الثاني من عام ٢٠٠٨ للأسباب الآتية :

١. أسبابا تتعلق بنشاط أسهم الشركات المكونة لمؤشر الصناعات البتر وكيماوية خلال عام ٢٠٠٨:

حيث أنه ووفقاً للتقرير الإحصائي السنوي لسوق الأسهم السعودية عن عام ٢٠٠٨ استحوذت بعض من أسهم الشركات المكونة لهذا المؤشر على مراتب متقدمة ضمن قائمة أسهم الشركات الخمسة الأكثر نشاطاً بالاستناد إلى تصنيفات سوق الأسهم السعودي السنوية والتي سندرجها في الجدول رقم (٤) [١٠] :

---

[١٠] التقرير الإحصائي السنوي للسوق المالية السعودية لعام ٢٠٠٨.

Table ١ إجراءات شركات قطاع الصناعات البتروكيماوية

الشركة	البيان	نسبة الشركة من القطاع	نسبة الشركة من إجمالي السوق
سابك	عدد الصفقات المنفذة	%١٨,٢١	%٣,٤٦
بترورابغ	عدد الصفقات المنفذة	%٢٤,٣٧	%٤,٦٣
سابك	قيمة الأسهم المتداولة	%٢٧,٣٩	%٨,٩٠
بتروارابغ	قيمة الأسهم المتداولة	%٢٤,٣٢	%٧,٩٠
كيان السعودية	قيمة الأسهم المتداولة	%١٨,٩٢	%٦,١٥
بتروارابغ	عدد الأسهم المتداولة	%٢١,٩١	%٥,٣٦
كيان السعودية	عدد الأسهم المتداولة	%٣٣,٣٨	%٨,١٧

٢.أسباب تتعلق بظروف الاقتصاد السعودي خلال عام ٢٠٠٨ :

بدراسة ممعنة لمؤشرات الاقتصاد السعودي في عام ٢٠٠٨ سنجد بأن السيولة النقدية تدفقت إلى الاقتصاد السعودي عموماً وإلى السوق المالي خصوصاً نتيجة تضافر مجموعة من العوامل الاقتصادية التي نذكر منها:

a. زيادة الإنفاق العام بشقيه الاستثماري والجاري (مشمولاً بالرواتب والأجور) بمعدل ١١,٥% ناتج عن ارتفاع نسبة الفائض الكلي إلى الناتج المحلي الإجمالي ٣٣% في الميزانية .[11]

b. ارتفاع عرض النقود في الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ بنسبة ٣,٢% ومقدراً ب ٢٧,٨ مليار بمعدل نمو سنوي بلغ ١٩,٤% ، وذلك على الرغم من الإجراءات المتخذة آنذاك لتخفيض معدل التضخم السنوي نتيجة ارتفاعه إلى مستوى ١٠,٩% خاصة في الربع الثالث من العام نفسه [12]، وباعتقاد الباحث بأن هذه الزيادة في العرض نتيجة لزيادة في الإيرادات العامة للدولة آنذاك على آثر الارتفاع

[11] التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام ٢٠٠٩.
[12] التطورات الاقتصادية خلال الربع الثالث لعام ٢٠٠٨ ، تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي.

في إيراداتها النفطية بمعدل ٧٥% علماً أنها ووفقاً للتقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام ٢٠٠٩ تشكل ٨٠% من الإيرادات العامة لمعظم الدول المصدرة للنفط ،حيث شهدت صادراتها النفطية نمواً سنوياً بمعدل ٣٨,٦%.

c. نمو متوسط نصيب الفرد من الناتج الإجمالي إلى مستوى ١٩,٣% عن عام ٢٠٠٧ نتيجة الزيادة في معدلات نمو الناتج المحلي بالأسعار الثابتة بواقع نسبة ٤,٤% و٢٢,١% بالأسعار الجارية.

وبالتالي فإن هذه العوامل مجتمعة ساهمت في رفع نسبة السيولة المتدفقة إلى السوق وهذا ما يثبته الارتفاع الذي طرأ على معدل النمو السنوي لإجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام ٢٠٠٨ بنسبة ١٩١% ، فيما سيطر مؤشر الصناعات البتر وكيماوية على مراتب متقدمة من حيث عدد الصفقات المنفذة عبر شركتي سابك و بترورابغ مع العلم أنه استحوذ على المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة بنسبة قدرها ٢٤,٤٩% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق.[١٣]

ونجد أن هذا المؤشر سجل أدنى قيمه في آذار من عام ٢٠٠٩ نتيجة تداعيات الأزمة خاصة فيما يتعلق بحالة عدم التأكد في مستقبل الاقتصاد وانهيار الثقة بالأسواق المالية والذي جاءت كنتيجة طبيعية للاضطرابات التي شهدتها كثير من الأسواق والبورصات العالمية ومن ضمنها أسواق الطاقة والمعادن النفيسة ،والتي انعكست على مؤسسات مالية ومصرفية عالمية في الولايات المتحدة وبريطانيا وألمانيا حتى أن بعضها شارف على الإفلاس مما دفع معظم المستثمرين إلى البحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى[١٤] مع الإشارة أن التداعيات بدأت تأثيراتها بدءاً من الربع الرابع للعام ٢٠٠٨ حيث بلغت خسارة هذا القطاع ٦٣% من قيمته [١٥]، وهذا ما أكده التقرير مؤسسة النقد العربي السعودي عن تدهور القيمة السوقية للأسهم بنسبة ٤,٣% إضافة إلى انخفاض في إجمالي للأسهم الصفقات المنفذة بنسبة ٣٦,٦% في نهاية الربع الأول من عام ٢٠٠٩ [١٦] ، وتحدثت أيضاً في المؤسسة تقريرها الخامس والأربعون لعام ٢٠٠٩ عن تأثر الاقتصاد السعودي بأزمة الرهن ولو بشكل غير مباشر نتيجة الانخفاض الكبير في الطلب على النفط

---

[١٣] التقرير الإحصائي السنوي للسوق السعودي لعام ٢٠٠٨ .

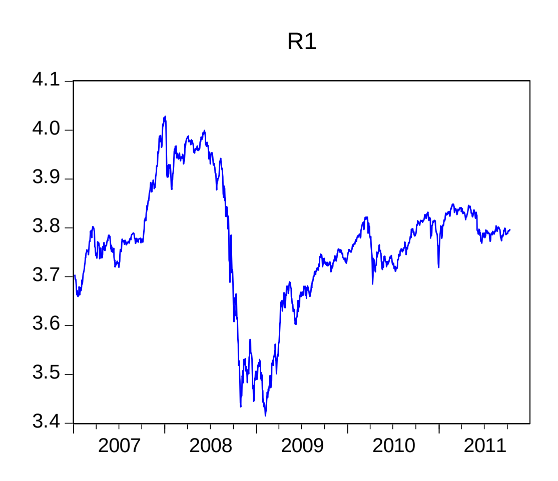
[١٤] الباحث محفوظ علاء الدين ،٢٠٠٩، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري ،مصر ،وزارة التجارة والصناعة (قطاع سياسات تنمية الصادرات).

[١٥] تقرير شركة سامبا ، ديسيمبر عام ٢٠٠٩.

[١٦] مؤسسة النقد العربي السعودي، التطورات الاقتصادية خلال الربع الأول لعام ٢٠٠٩ ،ص ١٢.

وأسعار البترول وبالتالي أسعار البتر وكيماويات.[١٧]،فيما يعبر الشكل (ح) عن التطور التاريخي للمؤشر وفق السلسلة الزمنية للبحث:

Figureح التطور التاريخي لمؤشر الصناعات البتروكيماوية

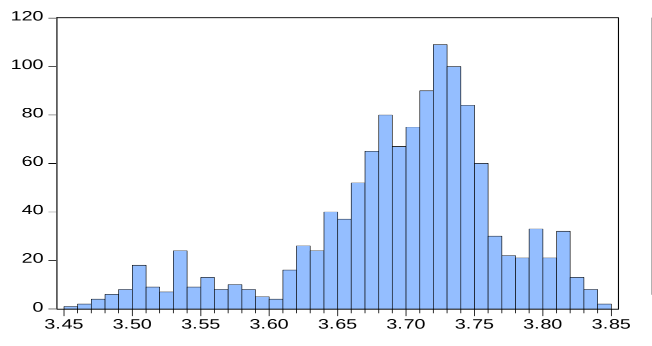


المصدر : مخرجات برنامج E-veiws

III. مؤشر الاستثمار الصناعي (Industrial Investment Index):

يتألف هذا المؤشر من الشركات المصنعة للسلع والشركات التي تقدم الخدمات المساندة والشركات الصناعية القابضة وعددها (١١) فيما يبين لنا الشكل (خ) مخرجات التحليل الإحصائي :

Figureخ مخرجات التحليل الإحصائي لمؤشر الاستثمار الصناعي



Series: R2	
Sample 1/01/2007 12/30/2011	
Observations 1243	
Mean	3.697007
Median	3.710466
Maximum	3.843529
Minimum	3.457944
Std. Dev.	0.073997
Skewness	-0.917302
Kurtosis	3.879997
Jarque-Bera	214.4263
Probability	0.000000

[١٧]مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير الخامس والأربعون لعام ٢٠٠٩ ،ص ٢٧.

المصدر : مخرجات برنامج E-views

يوضح الشكل (خ) ما يلي :

- لا يخضع مؤشر الاستثمار الصناعي في توزع بياناته للتوزيع الطبيعي فاحتمالية التوزيع الطبيعي تساوي الصفر.

- إن معامل التفرطح k أكبر من ٣ مما يعني أن التوزيع التكراري للبيانات مدبب .

- إن منحنى التوزيع التكراري للبيانات يتجه نحو اليمين وفقاً لقيمة Skewness .

- يتحرك المؤشر بانحراف معياري وقدره (0.07) وبمتوسط يتراوح بين (٣,٦٩٢) و(٣,٧٠) عند مستوى ثقة ٩٥% وقد حقق أعلى قيمه في الربع الأول من عام ٢٠٠٧ نتيجة للعوامل الآتية :

  - دعم السعودية لشركات الإنتاج الصناعي بكافة الأشكال سعياً وراء زيادة مساهمة القطاع غير النفطي في الإنتاج المحلي و إنشاء مجموعة من المراكز والهيئات اللازمة لذلك مثل (مركز تنمية الصادرات الصناعية ، هيئة تنمية الصادرات ، صندوق تنمية الصناعة السعودية ،برنامج الصادرات السعودية).

  - إجراءات الشركات حيث قام عدد منها بزيادة رأس ماله من خلال إصدار عدد من الأسهم مجانية وحقوق أولوية في الربع الأول من عام ٢٠٠٧ وفق الجدول رقم(٦) :[١٨]

Table ٢ إجراءات شركات قطاع الاستثمار الصناعي

التاريخ	الشركة	النسبة	عدد الأسهم المصدرة
٢٠٠٧/١/١٤	الصناعات الزجاجية الوطنية	١لكل سهم ٤ أسهم قائمة	٢٥ مليون سهم
٢٠٠٧/١/١٧	شركة تكوين المتطورة للصناعات	٣٢,٤ مليون سهم حقوق أولوية	٤٣,٢ مليون سهم

المصدر:التقرير الإحصائي للربع الأول السوق السعودي

[١٨] التقرير الربع الأول الإحصائي للسوق السعودي لعام ٢٠٠٧ .

وقد سجل أدنى قيمه في الربع الثالث من عام٢٠٠٨ حيث يعتقد الباحث أن هذا التراجع نتيجة :

١- انقسام المستثمرين بحسب سلوكهم الاستثماري في مرحلة الأزمة العالمية وما بعدها ضمن سوق الأسهم إلى فريقين هما :

- المتحوطين : وهم يفضلون الاتجاه نحو الاستثمارات الآمنة ضمن السوق أو حتى إنهم سينسحبون منها لقطاعات أكثر آمناً والتي ينخفض فيها معامل بيتا مثل (المصارف والخدمات المالية ، الاتصالات ، الطاقة ، الاسمنت)، خاصة بعد حالة الذعر والخوف التي خلفتها الأزمة .
- المضاربين : وهم الذين يحرصون على الاتجاه نحو الاستثمارات والقطاعات ذات الربحية العالية مثل قطاع الصناعات البتر وكيماويات وقطاع التجزئة وقطاع الزراعة وغيرها من القطاعات التي استحوذت على حصة كبيرة من السوق خلال العام نفسه من حيث عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات المنفذة كما ذكرنا سابقاً وفقاً للتقرير السنوي للسوق السعودي لعام ٢٠٠٨.

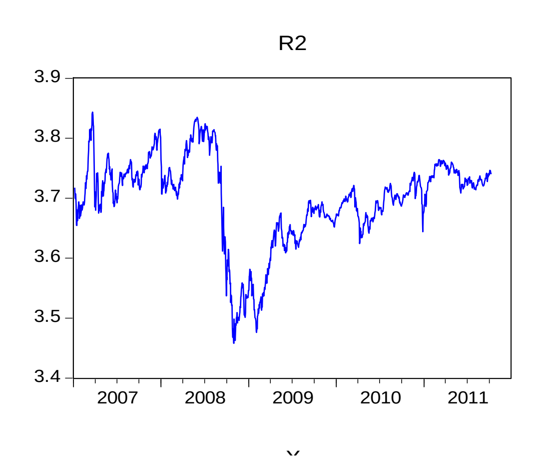
٢- استمرار ارتفاع أسعار السلع نتيجة تنامي معدل التضخم إلى ١١,١% في ظل الارتفاع في معدلات الإنفاق الحكومي الناتج عن زيادة أسعار النفط لمستويات عالية .

ويأتي هذا الانخفاض على الرغم من استحواذ المؤشر على مراتب متقدمة خلال عام ٢٠٠٨ وفقاً للتقرير الخامس والأربعين لمؤسسة النقد العربي السعودي لعام ٢٠٠٩ ، والتقرير السنوي للسوق السعودي لعام ٢٠٠٨ ، والذي أشار لتصدر شركة معادن كإحدى الشركات المكونة لهذا المؤشر مراتب عالية من حيث عدد الصفقات المنفذة و عدد الأسهم المتداولة ،فيما يوضح الشكل (د) تطور هذا المؤشر خلال فترة البحث :[١٩]

[١٩ ١٩] مخرجات برنامج E-views.



Figureد تطور مؤشر الاستثمار الصناعي

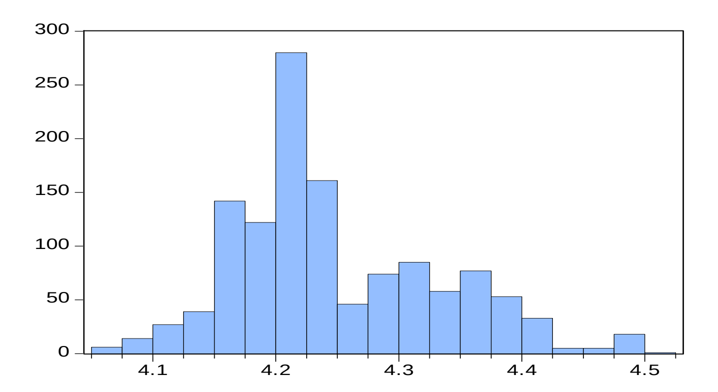


المصدر : مخرجات برنامج E-veiws

IV. مؤشر المصارف والخدمات المالية (Banks & Financial Services Index):

يندرج تحت هذا المؤشر البنوك التجارية والمتخصصة وشركات الخدمات المالية وعدد (١١) [٢٠]، ويعد هذا القطاع من أهم القطاعات في السوق حيث يمثل مع قطاع المواد الأساسية ما لا يقل عن ٧٠% من القيمة الرأسمالية للسوق [٢١] ، يظهر لنا الشكل رقم (ذ) نتائج التحليل الإحصائي للمؤشر خلال فترة الدراسة :

Figureذ مخرجات التحليل الإحصائي لمؤشر المصارف والخدمات المالية



Series: R3
Sample 1/01/2007 12/30/2011
Observations 1246

Mean	4.247827
Median	4.224862
Maximum	4.507061
Minimum	4.055436
Std. Dev.	0.084775
Skewness	0.657734
Kurtosis	2.982318
Jarque-Bera	89.85563
Probability	0.000000

المصدر :مخرجات برنامج E-views

[٢٠] مؤسسة النقد العربي السعودي ،التقرير الخامس والأربعين لعام ٢٠٠٩ .
[٢١] تقرير شركة سامبا ديسيمبر عام ٢٠٠٩ .

إشارة للشكل (ذ) نستنتج :

- المؤشر لا يخضع للتوزيع الطبيعي حيث احتمالية التوزيع الطبيعي تساوي الصفر مما يعني رفض فرضية العدم التي تنص على خضوع المتغير للتوزيع الطبيعي عند مستوى دلالة ٥%.
- معامل التفرطح k أصغر من ٣ مما يشير إلى إن منحنى التوزيع التكراري للبيانات مدبب.
- منحنى التوزيع التكراري للبيانات ملتوي نحو اليسار وفقاً لقيمة Skewness التي تساوي ٠,٦٥.
- تتراوح قيمة المتوسط لمؤشر المصارف والخدمات المالية بين (٤,٢٤٠) و(٤,٢٥٠) عند مستوى ثقة ٩٥% ،وسجل أدنى قيمه في الربع الأول (آذار) من عام ٢٠٠٩ ، حيث جاء هذا الهبوط في المؤشر نتيجة لعاملين أساسين فمن جهة تسارع عناصر التكلفة ومن جهة أخرى تباطؤ عناصر الإيراد مما أثر في الصورة العامة للقطاع فهي تعكس لنا هبوط ربعيا في الأرباح بنحو ٥٥,٠١ % وهو أقل من الفترة المقارنة بنحو ٣٩,٥٢ % ، مع العلم أن الربح الكلي الذي حققه القطاع خلال عام ٢٠٠٩ نحو ٢١,٦٨٧ مليار ريال بنسبة تراجع ٨,٨٤ %، وقد عكست الإيرادات انحرافات مماثلة من خلال انخفاضها في الربع الرابع بنحو ٦,٧١ في المائة رافقه تراجعاً مقارناً ب ٢٥,٠٦ % فيما إجمالي الإيرادات ٥١,٩٧٥ مليار ريال في ٢٠٠٩ بنسبة تراجع ١٠,٩١% للعام نفسه ، ويمكن أن نستنتج من التوافق في الاتجاه بين الإيراد والربح عدم قدرة البنوك المكونة لهذا القطاع السيطرة على المصاريف إلى حد ما وهذا ما دعمته مؤشرات هامش الربح ، في حين كان تفاعل المؤشر لقطاع البنوك مع النتائج ٢٠٠٧ فقدا نما مقارنا وتراجع ربعيا، ولكن من زاوية المؤشرات الإضافية مثل (إيرادات الخدمات البنكية والمخصصات لمواجهة الديون المعدومة) نلحظ تراجعاً ربعيا ومقارنا للإيرادات البنكية رغم أنها على المستوى العام متحسنة إذا ما نسبت للربح في الربع الأخير ربعيا ومقارنا ما يوحي بنوع من التحسن في الموفر ولكن على مستوى العام كانت سلبية ،وفي المقابل نجد أن المصروف (مخصص الديون المشكوك فيها) حقق نمواً ربعيا ومقارنا وبمعدلات كبيرة تتجاوز الضعف أحيانا ما يعكس نوعا ما عدم كفاءة في تقديم الخدمة ووجود أخطاء فيها .[٢٢]

وعلى النقيض كانت أعلى قيمه في كانون الأول ٢٠٠٧ فقد تصدر المؤشر المرتبة الرابعة في السوق من حيث عدد الأسهم المتداولة والصفقات المنفذة وقيمة الأسهم المتداولة و جاء ذلك نتيجة :

---

[٢٢] أ.د. الجفري ياسين ،٦ مارس ٢٠٠٩ ،قراءة في قطاعات سوق الأسهم ، الاقتصادية ، عدد٥٩٩٠.

١- إجراءات البنوك :حيث قام عدد منها بزيادة رأس ماله من خلال إصدار عدد من الأسهم مجانية ابتداء من خلال العام وفق الجدول رقم(٣) :

Table ٣إجراءات البنوك

التاريخ	البنك	النسبة	عدد الأسهم المصدرة
٢٠٠٧/٠٨/٢٨	السعودي للاستثمار	١,٦ لكل سهم قائم	٣٩١٠١٦ ألف سهم
٢٠٠٧/٠٣/١٨	البنك العربي الوطني	سهم لكل سهم قائم	٤٥٥ ألف سهم
٢٠٠٧/٠٣/٣	الراجحي	سهمين لكل ٥ أسهم قائمة	١٣٥٠ مليون سهم
٢٠٠٧/٠٣/٢٤	السعودي الفرنسي	في:ن لكل ٣ أسهم قائمة	٥٦٢,٥ مليون سهم
٢٠٠٧/٠٣/٢٠	السعودي الهولندي	سهم لكل ٥ أسهم قائمة	٢٦٤,٦ مليون سهم

المصدر : التقرير الربع الأول الإحصائي للسوق السعودي لعام ٢٠٠٧ .

علماً أن زيادة رأس المال من خلال إصدار أسهم مجانية سيكون له عدة آثار تتجلى في :

- توسيع السوق إجمالاً .
- تنشيط السوق وزيادة عدد الأسهم المتداولة ، فعلى الرغم مما يسببه إصدار هذا النوع من الأسهم من خفض في سعر السهم سنجد بأن التعامل بها سوف يزيد نتيجة خفض التكلفة وخاصة على صغار المستثمرين.
- المحافظة على السيولة التي ترتكز عليها أصلاً البنوك في نشاطها ، فمن خلال هذه العملية تستبقي الأرباح وتستفيد من السيولة الجاهزة لتلبية احتياجاتها من عمليات جارية أو توسع ....الخ بأقل التكاليف مقارنة بالقروض.[٢٣]

[٢٣] سميرة لطرش ، ٢٠١٠ ، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم –دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية ، الجزائر ،جامعة منتوري قسطنطينة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسير .

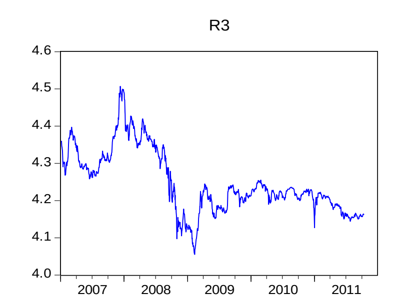
وهذا ما أكده التقرير الشهري لأداء السوق المالي السعودي لشهر شباط من عام ٢٠٠٧ من خلال النمو الذي حققته في عدد الصفقات المنفذة٢٠٠٧ بشهر كانون الثاني بنحو ٢١,٣٨% وبمعدل سنوي ٣,٣٨ %.

٢- تحقيق المصارف لمعدلات نمو جيدة في بنود مراكزها المالية نتيجة ارتفاع مستوى النشاط الاقتصادي المحلي بما ذلك القطاع الخاص فقد أثبتت حسن إدارتها لمواردها خلال عام ٢٠٠٧ ، فشهدت نمواً في كل من إجمالي الموجودات (بنسبة ٢٤,٦%)،الودائع (٢١,٤%)،النشاط الائتماني للقطاع الخاص (٢١,٤%) [٢٤]مما يشكل عامل جذب لقطاع المصارف وخاصة للمستثمرين الذين يبنون قراراتهم الاستثمارية وفقاً لمؤشرات ونتائج الشركات .

٣- ارتفاع عرض النقود (النقد المتداول خارج المصارف + الودائع) بنحو ١٩,٦%نتيجة النمو في مطلوبات المصارف من القطاع الخاص بنسبة ٢١,٤% إضافة للزيادة في الإنفاق الحكومي المحلي على مشاريع التنمية والخدمات الاجتماعية ، مما يشكل دفق من السيولة سيضخ بجزء كبير منه نحو أسواق الأسهم ، ويشار هنا إلى أنه في ظل عدم وجود أصول متنوعة وقنوات استثمارية متعددة لاحتواء السيولة لدى السعودية فإن المستثمرين لن يجدوا أمامهم سوى سوق الأسهم، لذلك سيظل المستثمر السعودي يراوح بين العقار وسوق الأسهم.

في ضوء ما سبق يمكننا تتبع حركة المؤشر خلال فترة الدراسة من خلال الشكل (ر):

Figureرتطور مؤشر المصارف والخدمات المالية



المصدر : مخرجات برنامج E-views

[٢٤]مؤسسة النقد العربي السعودي ، التقرير الرابع والأربعين لعام ٢٠٠٨.

ثالثاً :اختبار فرضيات البحث :

أشار الباحث في الفصل الثاني في سياق الإطار النظري للنماذج المستخدمة في دراسات وبحوث مماثلة إلى استخدامه لنموذج المراجحة (APT) في الوصول للأهداف المرجوة من البحث مستعيناً في ذلك باختبارات الانحدار الخطي البسيط لاختبار معنوية الفرضيات أسوة بتلك الدراسات .

- **اختبار الفرضية الأساسية :**

"لا يوجد تأثير لسلة أوبك على مؤشر السوق الرئيسي في سوق الأسهم السعودية ؟

a. اختبار السببية:

إمعاناً بالجدول رقم (٥) نرفض الفرضية الصفرية التي تنفي تسبب مؤشر سلة أوبك بتقلبات في مؤشر السوق الرئيسي ، حيث قيمة P-value أصغر من ٠٥. .

Table 4 اختبار السببية للفرضية الأساسية

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
R4 does not Granger Cause X	1243	1.58157	0.2061
X does not Granger Cause R4		4.13031	0.0163

المصدر : مخرجات برنامج E-views

b. Model :

إشارة للجدول السابق أيضاً يمكننا الحصول على نموذج انحدار خطي بسيط وسليم للعلاقة بين المؤشرين السابقين :

$$R4=3.136+0.367X$$

يشير النموذج إلى أن الزيادة في مؤشر سلة أوبك بمقدار ١ يؤدي إلى زيادة بمؤشر تاسي بمقدار ٠,٣٧.

c. معنوية العلاقة :

نورد الجدول رقم (٦) لاختبار معنوية العلاقة بين مؤشر تاسي و مؤشر سلة أوبك

Table 5 اختبار معنوية العلاقة بين مؤشر تاسي ومؤشر سلة أوبك

Dependent Variable: R4
Method: Least Squares

Date: 02/07/13 Time: 09:03
Sample (adjusted): 3/07/2007 12/13/2011
Included observations: 1245 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	0.367003	0.017008	21.57837	0.0000
C	3.135761	0.032415	96.73919	0.0000
R-squared	0.272515	Mean dependent var		3.833705
Adjusted R-squared	0.271930	S.D. dependent var		0.088014
S.E. of regression	0.075099	Akaike info criterion		-2.338403
Sum squared resid	7.010422	Schwarz criterion		-2.330167
Log likelihood	1457.656	Hannan-Quinn criter.		0.010478
F-statistic	5.75E-88	Prob(F-statistic)		0.000000

Correlations

		TASI	OPEC
TASI	Pearson Correlation	1	.513**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	1243	1243
OPEC	Pearson Correlation	.513**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	1243	1243

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Coefficients

		95% Confidence Interval	
		Lower	Upper
1	(Constant)	3.100	3.221
	OPEC	.324	.389

المصدر : مخرجات برنامج E-views

يبين الجدول رقم (٦) إلى ما يلي:

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر سلة أوبك و مؤشر السوق الرئيسي إلا أنها متوسطة بدلالة قيمة معامل الارتباط البالغة (٥٢.) عند مستوى دلالة α≤ 0.05 .
- تشير قيمة R-squared التي تساوي ٢٧% إلى أن ٢٧% من التغيرات في مؤشر السوق الرئيسي تفسرها العلاقة بين مؤشر تاسي ومؤشر سلة أوبك بينما ٧٣% من التغيرات ترجع إلى عوامل

عشوائية كأن تكون هناك متغيرات مهمة لم تضمن النموذج علماً أنه جيد التوفيق وفقاً لقيمة معامل التحديد المصحح .

- فيما يتعلق بمعنوية النموذج لدينا الفرضيتين الآتيتين :

H0: لا توجد علاقة خطية بين مؤشر تاسي ومؤشر سلة أوبك

H1: توجد علاقة خطية بين مؤشر تاسي ومؤشر سلة أوبك

وبما أن قيمة P-value أقل من ١% لمعامل F ، نرفض الفرضية الصفرية ونقبل فرضية العدم.

- نتيجة اختبار T نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم بنسبة لمعنوية معاملات الانحدار ، حيث أن قيمة P-value لكل منهما أقل من ١% مما يدل على معنوية المعاملات ويعكس أهمية مؤشر سلة أوبك في النموذج.
- نعبر عن فترة الثقة لكل من معلمتي الانحدار باحتمال ٩٥%:

فترة الثقة للحد الثابت : $Pr(\ 3.100 \leq B0 \leq 3.221)$

فترة الثقة لمعلمة الميل : $Pr(.324 \leq B0 \leq .389)$

بالنتيجة يتحتم علينا رفض الفرضية الصفرية التي تأكد وجود علاقة بين المؤشرين السابقين هذا ما يعززه حركتهما المتقاربة خلال عاميّ ٢٠٠٨ و٢٠٠٩ بين الصعود والهبوط نتيجة تداعيات الأزمة العالمية على كافة الاقتصاديات،و يشير الباحث إلى وجود عوامل أخرى ذات تأثير كبير في مؤشر السوق مثل السياسات النقدية والمالية التي تنتهجها الدول وفقاً لحالة الاقتصاد (الركود ، التضخم،...)إضافة إلى تأثره بالعوامل غير المنتظمة للشركات فهو يمثل المتوسط المرجح لأسعار أسهم الشركات العاملة في السوق المالي .

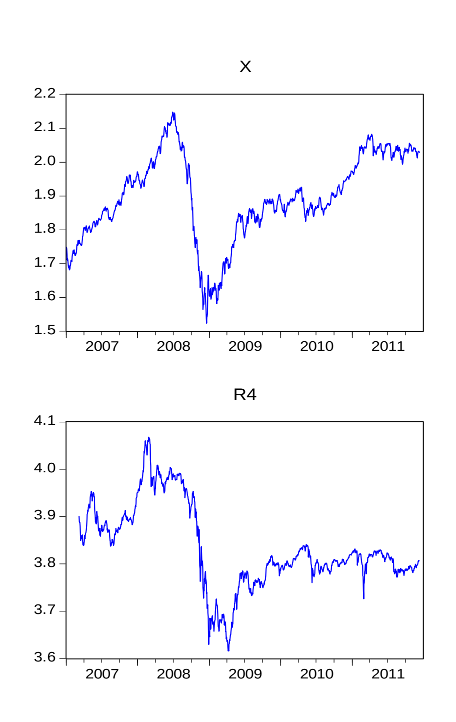
في ضوء ما سبق وبالنظر إلى الشكل البياني (س) نلحظ تماثل المؤشرين بالاتجاه وخصوصاً خلال عاميّ ٢٠٠٨ و٢٠٠٩ نتيجة لتأثر سوق الأسهم السعودي بالتقلبات الحاصلة في الاقتصاد العالمي وخاصة بعد السماح للمستثمرين الأجانب في آب ٢٠٠٨ بشراء الأسهم بعد أن كانت تعاملاتهم محصورة بالصناديق المشتركة والذي تطور بشكل واضحَ من خلال ما يسمى ب "التأشير " أي الاتجار في مؤشر لمجموعة من الأسهم عبر صناديق التداول ،وقد سجل السوق في تموز ٢٠٠٩ المرة الأولى التي تُطرح فيه مؤشرات تابعة لمؤشرات عالمية مثل "داو جونز " ، "ستاند آند بور " ، "بلومبرغ"[٢٥] مما سينعكس على السوق السعودي ومؤشراته من خلال اختلاف أولويات هؤلاء المستثمرين والاستراتيجيات التي

---

[٢٥] تقرير ديسيمبر ٢٠٠٩ ،سامبا ، ص ٩.

ينتهجونها ، لذا وبتتبعنا لبيانات مؤشريّ سلة أوبك ومؤشر تاسي والمخرجات الإحصائية الخاصة بهما نلحظ بأن النمو الحاصل في مؤشر تاسي خلال عام ٢٠٠٨ جاء منسجماً مع الارتفاعات المتتالية التي طرأت على أسعار النفط خلال الأشهر السبعة الأولى من العام نفسه كنتيجة للمجموعة من العوامل مثل(ارتفاع الصادرات النفطية ونمو إيراداتها،صعود مؤشر البتروكيماويات المرتبط أساساً بعلاقة ذات دلالة إحصائية مع مؤشر سلة أوبك) فيما أدى الانهيار الفجائي لأسعار النفط بشكل عام و الانخفاض قي مؤشر سلة أوبك بشكل خاص إلى هبوط في مؤشر تاسي حيث أدى انهيار النشاط الاقتصادي العالمي إلى تراجع أسعار النفط فيما كان على المملكة باعتبارها المنتج الرئيسي بين أعضاء أوبك أن تتحمل معظم التخفيضات في الإنتاج وبالتالي لن نتمكن من تقليل حجم الأثر الذي ترتب على ذلك في بلد ذكرنا سابقاً بأن صادراته النفطية تسهم بحوالي ٩٠% من إجمالي الصادرات وما يقارب ٨٠% من الإيرادات.

Figure ز حركة مؤشر تاسي ومؤشر سلة أوبك بين عاميّ ٢٠٠٧ -٢٠١١



المصدر : مخرجات برنامج E-views

- **ثانياً: اختبار الفرضيات الفرعية:**

الفرضية الأولى : لا يوجد علاقة ذات دلالة معنوية بين مؤشر الصناعات البتروكيماوية و مؤشر سلة أوبك ؟

a. اختبار السببية:

بالنظر للجدول رقم (١١) سنرفض الفرضية الصفرية التي تنفي تسبب التقلبات في مؤشر سلة أوبك بتغيرات في مؤشر الصناعات البتروكيماوية حيث أن معامل F أصغر من ١,٩٦ والاحتمالية أكبر من ٠٥.

Table 6اختبار السببية لعلاقة مؤشر الصناعات البتروكيماوية ومؤشر سلة أوبك

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
X does not Granger Cause R1	1243	0.60207	0.5478
R1 does not Granger Cause X		9.33933	9.E-05

المصدر : مخرجات برنامج E-views

b. Model :

يعبر النموذج الآتي عن العلاقة بين المؤشرين السابقين :

$$R1=2.25+0.8X$$

يبين النموذج أن التغير في مؤشر سلة أوبك بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى تغير في مؤشر الصناعات البتروكيماوية بمقدار (٠,٨).

c. معنوية العلاقة :

نورد الجدول رقم (٨) لاختبار معنوية العلاقة بين مؤشر الصناعات البتروكيماوية ومؤشر سلة أوبك:

Table 7 اختبار معنوية العلاقة بين مؤشر الصناعات البتروكيماوية ومؤشر سلة أوبك

Dependent Variable: R1
Method: Least Squares
Date: 02/03/13 Time: 10:13
Sample (adjusted): 1/05/2007 10/13/2011
Included observations: 1245 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	0.800047	0.015329	52.19034	0.0000
C	2.253195	0.029052	77.55842	0.0000

R-squared	0.686652	Mean dependent var	3.766018
Adjusted R-squared	0.686400	S.D. dependent var	0.122323
S.E. of regression	0.068501	Akaike info criterion	-2.522333
Sum squared resid	5.832630	Schwarz criterion	-2.514097
Log likelihood	1572.152	Hannan-Quinn criter.	0.027861
F-statistic	2723.831	Prob(F-statistic)	0.000000

Correlations

		OPEC	Petro
OPEC	Pearson Correlation	1	.819**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	1243	1243
Petro	Pearson Correlation	.819**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	1243	1243

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Coefficients

		95% Confidence Interval	
		Lower	Upper
1	(Constant)	2.212	2.330
	OPEC	.760	.823

المصدر : مخرجات برنامج E-views

تشير المخرجات المتضمنة في الجدول رقم (٨) إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر سلة أوبك و مؤشر الصناعات البتروكيماوية حيث نجد :

١. بلغ معامل الارتباط بين المؤشرين (٠.٨٢) عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$ مما يشير لارتباطهما بعلاقة طردية جيدة .

٢. إن ٦٨% من التغيرات في مؤشر الصناعات البتروكيماوية ناتجة عن التغير في مؤشر سلة أوبك بناء على قيمة معامل التحديد R^2 بينما ٣٢% من التغيرات تعود إلى عوامل عشوائية كأن تكون هناك متغيرات مهمة لم تضمن النموذج علماً أنه جيد التوفيق وفقاً لقيمة معامل التحديد المصحح .

٣. فيما يتعلق بمعنوية النموذج لدينا الفرضيتين الآتيتين :

H0: لا توجد علاقة خطية بين مؤشر الصناعات البتروكيماوية ومؤشر سلة أوبك

H1:توجد علاقة خطية بين مؤشر الصناعات البتروكيماوية ومؤشر سلة أوبك

وبما أن قيمة P-value أقل من ١% لمعامل F ، نرفض الفرضية الصفرية ونقبل فرضية العدم.

٤. نتيجة اختبار T نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم بنسبة لمعنوية معاملات الانحدار ، حيث أن قيمة P-value لكل منهما أقل من ١% مما يدل على معنوية المعاملات ويعكس أهمية مؤشر سلة أوبك في النموذج.

٥. نعبر عن فترة الثقة لكل من معلمتي الانحدار باحتمال ٩٥%:

فترة الثقة للحد الثابت : Pr(2.212≤ B0≤2.330)

فترة الثقة لمعلمة الميل :Pr(.760≤ B0≤.823)

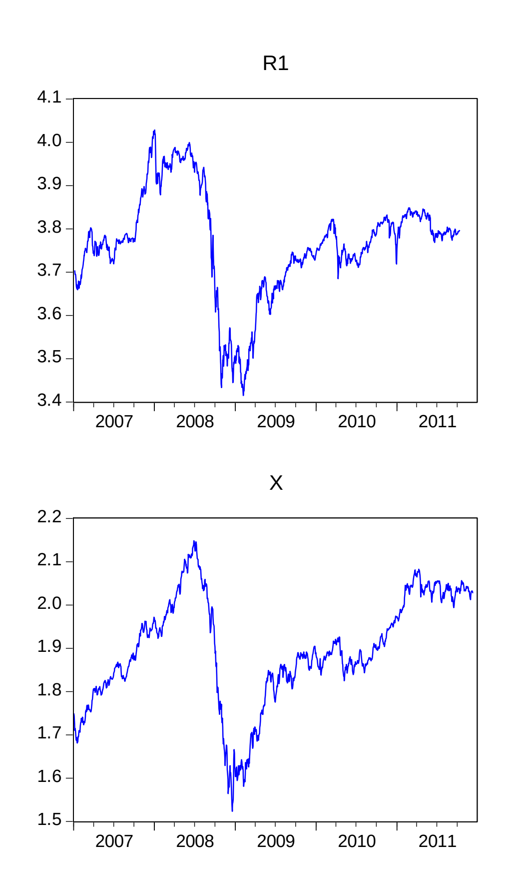
إشارة للبنود السابقة نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة التي تتضمن وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين مؤشر الصناعات البتروكيماوية و مؤشر سلة أوبك عند مستوى دلالة α≤ 0.05 ويعتبر الباحث ذلك طبيعياً لعدة أسباب أهمها :

- امتلاك السعودية لاحتياطي نفطي عالمي يقدر ب ٢٦٠ مليار برميل [٢٦] .
- يضم مؤشر الصناعات البتروكيماوية أسهم لواحدة من أهم شركات النفط العالمية وهي شركة أرامكو ، والتي تحتل المراتب الأولى في العالم من حيث احتياطي النفط الخام وإنتاجه وصادراته.

وقد أكد الشكل (ش) كافة النتائج التي تم التوصل إليها عن ارتباط المؤشرين بعلاقة طردية جيدة عبر تتبع اتجاه حركتهما خلال سنوات الدراسة وابتعدت عنه قليلاً في عام ٢٠١١ نتيجة للسياسات التي انتهجتها السعودية فيما يتعلق بدعم الإنتاج الصناعي وتنمية صادرات منتجاتها الصناعية من خلال إنشاء مجموعة من المراكز والهيئات مثل (مركز تنمية الصادرات الصناعية ، هيئة تنمية الصادرات ، صندوق تنمية الصناعة السعودية) ، ومن الجدير ذكره بأن حصة الاستثمار الصناعي من عمليات التمويل والضمان في برنامج الصادرات السعودية خلال عام ٢٠١٠ كانت ما قدره ٢,٨ مليار.

[26] Mohamad Arouri &Christophe RaulT, June 2009 ,On the influence of oil prices on stock markets - Evidence from panel analysis in GCC countries.

Figureسحركة مؤشر الصناعات البتروكيماويةومؤشر سلة أوبك بين عاميّ ٢٠٠٧ و ٢٠١١



المصدر : مخرجات برنامج E-views

الفرضية الثانية : لا يوجد علاقة ذات دلالة معنوية بين مؤشر الاستثمار الصناعي و مؤشر سلة أوبك ؟

a. اختبار السببية :

بالنظر للجدول رقم (١٣) نجد أن قيمة معامل فيشر أصغر من ١,٩٦ وقيمة P-value أكبر من ٠٥.
لذا سنرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على تسبب التقلبات في مؤشر سلة أوبك بتغيرات في مؤشر الاستثمار الصناعي .

Table 8اختبار السببية بين مؤشر الاستثمار الصناعي و مؤشر سلة أوبك

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
X does not Granger Cause R2	1241	0.37647	0.6864
R2 does not Granger Cause X		13.7363	1.E-06

المصدر : مخرجات برنامج E-views

b. Model :

نعبر عن العلاقة بين مؤشر الاستثمار الصناعي ومؤشر سلة أوبك بنموذج انحدار خطي بسيط:

R2=2.87+0.4٤X

يشير النموذج السابق إلى أن التغير بمقدار وحدة واحدة بمؤشر سلة أوبك يؤدي إلى تغير بمؤشر الاستثمار الصناعي بمقدار (٠,٤٤).

c. اختبار معنوية العلاقة :

نورد الجدول رقم (١٠) لاختبار معنوية العلاقة بين مؤشر الاستثمار الصناعي و مؤشر سلة أوبك

Table 9 اختبار معنوية العلاقة بين مؤشر الاستثمار الصناعي و مؤشر سلة أوبك

Dependent Variable: R2
Method: Least Squares
Date: 02/03/13 Time: 10:13
Sample (adjusted): 1/05/2007 10/11/2011
Included observations: 1243 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	0.437157	0.011000	39.74147	0.0000
C	2.870479	0.020844	137.7112	0.0000
R-squared	٠,٥٥٩٩٨٩	Mean dependent var		3.697007
Adjusted R-squared	0.559635	S.D. dependent var		0.073997
S.E. of regression	0.049104	Akaike info criterion		-3.188137

Sum squared resid	2.992327	Schwarz criterion	-3.179890
Log likelihood	1983.427	Hannan-Quinn criter.	-3.185036
F-statistic	1579.385	Durbin-Watson stat	0.038967
Prob(F-statistic)	0.000000		

Correlations

		OPEC	Industrial
OPEC	Pearson Correlation	1	.734**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	1243	1243
Industrial	Pearson Correlation	.734**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	1243	1243

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Coefficients

		95% Confidence Interval	
		Lower	**Upper**
1	**(Constant)**	2.852	3.046
	OPEC	.340	.446

المصدر : مخرجات برنامج E-views

تفيد النتائج المتضمنة بالجدول المذكور أعلاه بوجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مؤشر سلة أوبك و مؤشر الاستثمار الصناعي بناء على البنود الآتية :

١. بلغ معامل الارتباط (٧٤.) مما يشير لعلاقة ارتباط قوي بين المؤشرين .
٢. إن قيمة معامل التحديد R^2 تساوي ٠,٥٦ أي أن ٥٦% من التغيرات في مؤشر الاستثمار الصناعي ناتجة عن التغير في مؤشر سلة أوبك بينما ٤٤% منها تنتج عن عوامل عشوائية كأن تكون هناك متغيرات مهمة لم تضمن النموذج مع العلم أنه جيد التوفيق وفقاً لقيمة معامل التحديد المصحح .
٣. فيما يتعلق بمعنوية النموذج لدينا الفرضيتين الآتيتين :

H0: لا توجد علاقة خطية بين مؤشر الاستثمار الصناعي ومؤشر سلة أوبك

H1: توجد علاقة خطية بين مؤشر الاستثمار الصناعي ومؤشر سلة أوبك

وبما أن قيمة P-value أقل من ١% لمعامل F ، نرفض الفرضية الصفرية ونقبل فرضية العدم.

٤. بتطبيق اختبار T نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم بنسبة لمعنوية معاملات الانحدار ، حيث أن قيمة P-value لكل منهما أقل من ١% مما يدل على معنوية المعاملات ويعكس أهمية مؤشر سلة أوبك في النموذج.

٥. نعبر عن فترة الثقة لكل من معلمتي الانحدار باحتمال ٩٥%:

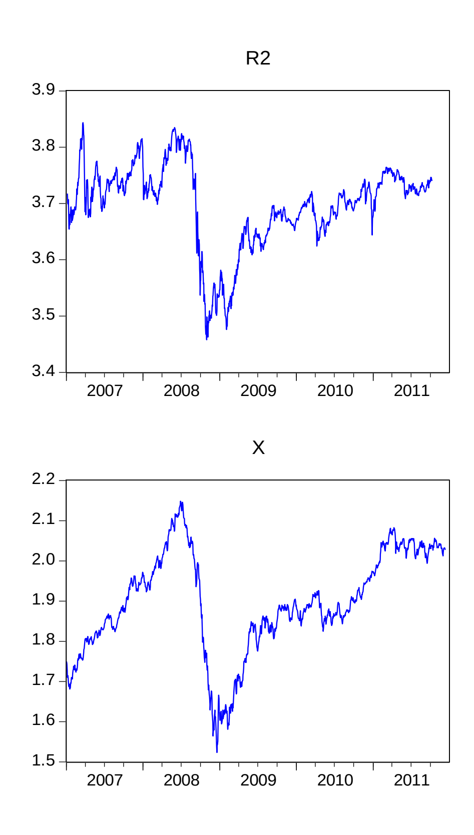
فترة الثقة للحد الثابت : Pr(2.852≤ B0≤3.046)

فترة الثقة لمعلمة الميل : Pr(.340≤ B0≤.446)

وعليه يرفض الباحث الفرضية الصفرية ويقبل الفرضية البديلة التي تأكد وجود علاقة معنوية بين المؤشرين ، مما يدل عليه أن الارتفاع المحقق في مؤشر الاستثمار الصناعي جاء متناغماً مع الارتفاع في مؤشر سلة أوبك وخصوصاً خلال الأشهر السبعة الأولى من عام ٢٠٠٨ ويمكننا أن نعيد هذه العلاقة إلى كون النفط ومشتقاته من المواد الأساسية المستخدمة في الإنتاج لكافة الشركات التابعة لمؤشر الاستثمار الصناعي مما سيعكس أي تقلبات لهذه المادة على تكاليف الإنتاج وبالتالي على التدفقات النقدية لتلك الشركات التي ستقوم إما بالتحوط لها أو نقلها للمستهلك .

ويؤكد الشكل (ص) صحة النتائج التي تم التوصل لها سابقاً حيث نلاحظ تحرك المؤشرين بشكل متوافق في الارتفاع والانخفاض خلال عاميّ ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ ما يعتبره الباحث أمراً طبيعياً عند دراسة التكاليف والربحية بالنسبة للشركات المتضمنة في مؤشر الاستثمار الصناعي مما سيدفعها لرفع أسعارها بالتوافق مع ارتفاع أسعار النفط ومشتقاته نتيجة ارتفاع الطلب كوسيلة لنقل هذا الارتفاع إلى المستهلكين إلا أنه على الوجه الآخر نجد بأن المؤشر ابتعد في حركته نوعاً ما عن حركة مؤشر النفط خلال عاميّ ٢٠٠٧ و ٢٠١٠ ما يعود إلى دعم السعودية لشركات الإنتاج الصناعي بكافة الأشكال سعياً وراء زيادة مساهمة القطاع غير النفطي في الإنتاج المحلي .

Figureشحركة مؤشر الاستثمار الصناعي ومؤشر سلة أوبك بين عاميّ٢٠٠٧-٢٠١١



المصدر : مخرجات برنامج E-views

الفرضية الثالثة :لا يوجد علاقة ذات دلالة معنوية بين مؤشر المصارف والخدمات المالية و مؤشر سلة أوبك ؟

a. اختبار السببية :

وفقاً للجدول رقم (١١) نرفض الفرضية الصفرية التي تنفي تأثير تقلبات سلة أوبك على مؤشر المصارف والخدمات المالية ولكنه يظهر أيضاً بأن هناك عوامل أخرى قد تكون سبباً بتغيرات جوهرية فيه أكثر من مؤشر سلة أوبك .

Table 10اختبار السببية بين مؤشر المصارف والخدمات المالية ومؤشر سلة أوبك

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
X does not Granger Cause R3	1244	1.86798	0.1549
R3 does not Granger Cause X		1.79153	0.1671

المصدر : مخرجات برنامج E-views

b. Model :

يعبر النموذج الآتي عن علاقة بين المؤشرين السابقين :

R3=3.8٨+0.19٧X

يشير النموذج إلى أن التغير في مؤشر سلة أوبك بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى تغير في مؤشر المصارف والخدمات المالية بمقدار ٠,١٩٧.

c. اختبار معنوية العلاقة :

يتضمن الجدول رقم (١٢) اختبار معنوية العلاقة بين مؤشر المصارف والخدمات المالية ومؤشر سلة أوبك

Table 11 اختبار معنوية العلاقة بين مؤشر المصارف والخدمات المالية ومؤشر سلة أوبك

Dependent Variable: R3
Method: Least Squares
Date: 02/03/13 Time: 10:14
Sample (adjusted): 1/05/2007 10/14/2011
Included observations: 1246 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	0.196952	0.018130	10.86350	0.0000
C	3.875386	0.034360	112.7861	0.0000
R-squared	0.086648	Mean dependent var		4.247827

Adjusted R-squared	0.085914	S.D. dependent var	0.084775
S.E. of regression	0.081052	Akaike info criterion	-2.185859
Sum squared resid	8.172273	Schwarz criterion	-2.177629
Log likelihood	1363.790	Hannan-Quinn criter.	-2.182765
F-statistic	118.0157	Durbin-Watson stat	0.008796
Prob(F-statistic)	0.000000		

Correlations

		OPEC	Banks and Financial Services
OPEC	Pearson Correlation	1	.287**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	1243	1243
Banks and Financial Services	Pearson Correlation	.287**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	1243	1246

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Coefficients

		95% Confidence Interval	
		Lower	Upper
1	(Constant)	3.816	3.962
	OPEC	.151	.228

المصدر : مخرجات برنامج E-views

في ضوء الجدول رقم (١٢) نستنتج :

- وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مؤشر سلة أوبك و مؤشر المصارف والخدمات المالية ولكنها ضعيفة جداً فقد بلغ معامل الارتباط (٢٩.) .
- فيما كان معامل التحديد (٠٨٧.) ؛ أي فقط ما قيمته ٩% من التغيرات في مؤشر المصارف والخدمات المالية ناتج عن التغير في مؤشر سلة أوبك بينما ٩١% من التغيرات تتسبب بها عوامل عشوائية مهمة لم يتضمنها النموذج.
- فيما يتعلق بمعنوية النموذج لدينا الفرضيتين الآتيتين :

لا توجد علاقة خطية بين مؤشر المصارف والخدمات المالية ومؤشر سلة أوبك :H0

توجد علاقة خطية بين مؤشر المصارف والخدمات المالية ومؤشر سلة أوبك:H1

وبما أن قيمة P-value أقل من ١% لمعامل F ، نرفض الفرضية الصفرية ونقبل فرضية العدم.

- بتطبيق اختبار T نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم بنسبة لمعنوية معاملات الانحدار ، حيث أن قيمة P-value لكل منهما أقل من ١% مما يدل على معنوية المعاملات ويعكس أهمية مؤشر سلة أوبك في النموذج.

- نعبر عن فترة الثقة لكل من معلمتي الانحدار باحتمال ٩٥%:

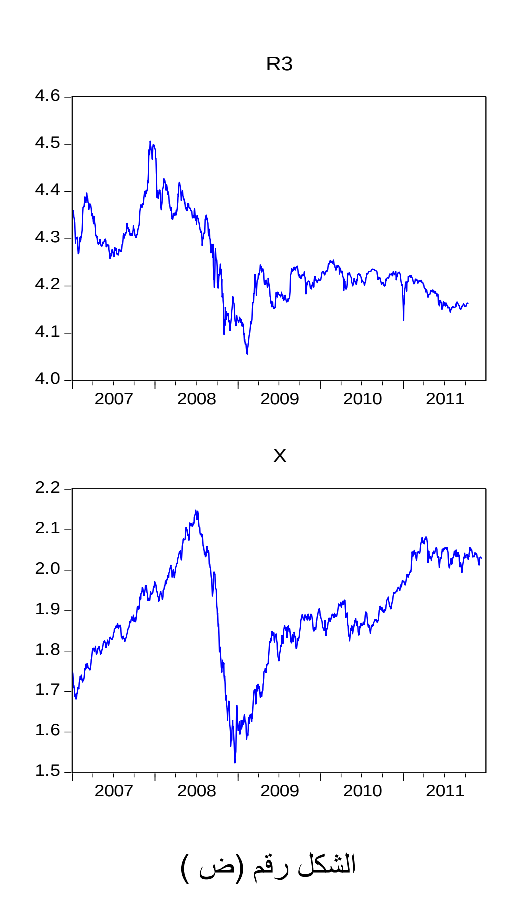
فترة الثقة للحد الثابت : $Pr(\ 3.816 \leq B0 \leq 3.962)$

فترة الثقة لمعلمة الميل : $Pr(.151 \leq B0 \leq .228)$

مما يدفعنا لرفض الفرضية الصفرية التي تأكد عدم وجود علاقة بين المؤشرين السابقين، ويعتبر الباحث ضعف العلاقة بين المؤشرين نتيجة طبيعية عند التحدث عن الأسهم الخاصة بالمصارف والخدمات المالية فهي غالباَ ستتأثر بعامل أساسي يتمثل بسياسات البنوك وربحيتها وانعكاس ذلك على الميول والأولويات الاستثمارية للمستثمرين من جهة و خضوعها للتعليمات الصادرة عن البنك المركزي خاصة فيما يتعلق بأسعار الفائدة والاحتياطيات على اختلاف أنواعها من جهة أخرى.

دعماً للنتائج السابقة يبين لنا الشكل (ض) تماثل المؤشرين بالاتجاه في بعض المواقع وخاصة بين عاميّ ٢٠٠٨ و٢٠٠٩ ولكن الباحث لا يعتقد أن ذلك يعني وجود ارتباط مباشر بين المؤشرين إنما هي نتائج الأزمة العالمية التي أثرت بكافة اقتصاديات العالمية ومؤشراتها حيث أن مؤشر البنوك والخدمات المالية يخضع لعوامل خاصة بسياسات البنوك والخدمات المالية من جهة والسياسات المالية والنقدية التي تتبناها الدول خلال فترة معينة من جهة أخرى .

Figureص حركة مؤشر البنوك والخدمات المالية ومؤشر سلة أوبك بين عامي ٢٠٠٧-٢٠١١



الشكل رقم (ض)

الخاتمة :

نتيجة لاختبار معنوية فرضيات البحث وتطبيق معامل الارتباط توصل الباحث إلى وجود علاقة بين سوق النفط وسوق الأسهم السعودية ،والتي تكون بذروتها عند التحدث عن قطاعات بعينها ضمن هذه السوق مثل قطاع الاستثمار الصناعي و قطاع الصناعات البتروكيماوية ،ومن الجدير بالذكر بأن هذه العلاقة تأتي كنتيجة للعوامل الآتية :

أولاً: ارتباط الاقتصاد السعودي بالاقتصاد العالمي وحركته عبر عدة مداخل هي :

١. **التجارة الخارجية للمملكة** :خاصة فيما يتعلق بعنصريَ الصادرات والواردات وإسهامهما بالنمو الاقتصادي ،فقد كان لنمو الاقتصاد العالمي وتزايد الطلب على النفط وارتفاع أسعاره لمستويات قياسية تجاوزت ١٤٠ $ للبرميل آثراً إيجابياً على الاقتصاد السعودي من خلال :

- ارتفاع حصيلة الصادرات النفطية وبالتالي زيادة الفائض في الموازنة العامة على الرغم من تزايد بنود النفقات فيها .
- زيادة قدرته على تمويل الواردات اللازمة للتوسع الإنتاجي .
- زيادة الاستهلاك.
- تراكم الأصول الأجنبية الرسمية في الخارج.

٢. **الاستثمارات السعودية في الخارج** : والتي تتنوع بين الخاصة والرسمية ، والتي تتجه إما للأصول العينية كالعقارات أو الأصول المالية الموجودة في أسواق المال العالمية ، والتي يُرجح أن تكون بمبالغ طائلة على الرغم من عدم توفر بيانات دقيقة عن حجم تلك الاستثمارات محققة بذلك عوائد وافرة تساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي .

٣. **الاستثمارات الأجنبية في المملكة** : وهي متنوعة بين الاستثمارات المباشرة أو في سوق الأوراق المالية ، والتي تنعكس نتائجها على الاقتصاد السعودي من خلال :

- زيادة الإنتاج .

- خلق فرص عمل .
- رفع معدلات النمو .
- فوائد إيجابية مثل إدخال التكنولوجيا المتقدمة إلى المملكة .
- زيادة الصادرات غير النفطية .[٢٧]

ثانياً: أسباب تتعلق بالقطاعات ذات العلاقة بمؤشر سلة أوبك وفقاً لاختبار فرضيات البحث :

a) في ضوء اختبار معنوية الفرضية الخاصة بعلاقة مؤشر قطاع الاستثمار الصناعي تبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ناتجة عن كون النفط أحد المواد الأساسية المستخدمة في هذه الصناعات،مما يجعل مؤشر أداءها خاضعاً في حركته لتقلبات أسعار النفط التي يحددها أصلاً قوى العرض والطلب العالميين ،ولكن من الملاحظ بأن الشركات المتضمنة في هذا القطاع تتأثر بهذه العلاقة بدرجات متفاوتة وفقاً لدرجة تحوطها لهذه التقلبات خاصة فيما يتعلق بتكاليف الإنتاج وهذا ما أكدته الدراسات السابقة مثل : **Basher and Sadorsky (2006)، Randi ,Johannes (2009) Bernt.**

b) وفقا لاختبار معنوية الفرضية الخاصة بعلاقة مؤشر قطاع الصناعات البتروكيماوية تبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية نتيجة لارتباط أداء الشركات المكونة له بالنفط من جهتين :

- إن النفط ومشتقاته أهم مدخلات الإنتاج في هذه الصناعات مما سينعكس بشكل أساسي على تكاليف الإنتاج .
- ارتباط النشاط الأساسي لبعض الشركات بالنفط مثل شركات التنقيب النفط واستخراجه والتي نذكر منها (سابك ، أرامكو) مما يؤثر على الاحتياطات المتوفرة منه وبالتالي على الطلب والعرض العالميين ، فعلى سبيل الذكر نجد بأن ارتفاع نشاط هذه الشركات

[٢٧] الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي ، ١٠ تشرين الأول ٢٠٠٨ ،إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية –مجلس الغرف السعودي ، ص ١١-ص١٢-ص١٣.

بعام ٢٠٠٨ أدى إلى زيادة نسبة الاحتياطي النفطي العربي إلى ٥٧,٧ % تملك السعودية منها ما نسبته ٣٩,٣%[٢٨]

بالنتيجة علاقة مؤشر سلة أوبك بمؤشر الصناعات البتروكيماوية هي علاقة طردية إيجابية تأكيداً لما توصلت له عدة دراسات سابقة مثل **Timothy ,Robert (1999)**، **Lutz kilian (2007) .**

ثالثاً : السعودية دولة مؤسسة وعضو في منظمة الدول المصدرة للنفط أوبك وتمتلك ٤٢% من احتياطي النفط العالمي فيما يُقدر إنتاجها بالنسبة للمنظمة ب ٨٨٠٠ برميل يومياً[٢٩]، علماً أنه و وفقاً للتقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام ٢٠٠٩ تشكل الإيرادات النفطية ٨٠% من الإيرادات العامة لمعظم الدول المصدرة للنفط ومنها المملكة العربية السعودية.

[٢٨] التقرير الاقتصادي العربي ٢٠٠٨ ، الفصل الخامس : التطورات في مجال الطاقة والنفط ، ص ٨٠.

[29] Quotas as reported by the United States Department of Energy

النتائج ،التوصيات ،المراجع

➢ **النتائج** :

i. توصل الباحث بعد اختبار معنوية فرضيات البحث وتطبيق معامل الارتباط إلى وجود علاقة بين سوق النفط وسوق الأسهم السعودية بحيث تكون قوية عند التحدث عن قطاعات بعينها ضمن هذه السوق مثل قطاع الاستثمار الصناعي و قطاع الصناعات البتروكيماوية ،ومن الجدير بالذكر بأن هذه العلاقة ناتجة عن عدة عوامل :

أولاً: ارتباط الاقتصاد السعودي بالاقتصاد العالمي وحركته عبر عدة مداخل.

ثانياً: أسباب تتعلق بالقطاعات ذات العلاقة بمؤشر سلة أوبك مثل قطاع الصناعات البتروكيماوية وقطاع الاستثمار الصناعي.

ثالثاً **:** السعودية دولة مؤسسة وعضو في منظمة الدول المصدرة للنفط أوبك آخذين بعين الاعتبار امتلاكها ٤٢% من احتياطي النفط العالمي فيما يُقدر إنتاجها بالنسبة للمنظمة ب ٨٨٠٠ برميل يومياً[1]، علماً أنه و وفقاً للتقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام ٢٠٠٩ تشكل الإيرادات النفطية ٨٠% من الإيرادات العامة لمعظم الدول المصدرة للنفط ومنها المملكة العربية السعودية**.**

ii. تبين للباحث بعد استخدام نموذج المراجحة للوقوف على أثر تقلبات أسعار النفط على مؤشرات سوق الأسهم السعودي بأنه يمكن للمستثمر تكوين محافظ تتماشى مع ميوله وأولوياته الاستثمارية ، فمن الجدير ذكره إن حركة أسواق الأسهم المالية لدول الخليج ومنها السعودية تتجه عكس أكثر الأسواق في العالم لكونها دول ريعية لذا ستمثل أسواقها بديلاً لتنويع الأسهم وتشكيل المحفظة وبالتالي يمكن اعتبار الأصول المالية المتضمنة في سوق الأسهم السعودي خياراً استثمارياً مهماً خصوصاً في حالة التنويع الدولي.

iii. إن استخدام نموذج المراجحة في سوق كسوق الأسهم السعودية لا يكفي لوحده على الرغم من أنه يأخذ بعين الاعتبار العوامل الاقتصادية العامة والعوامل الخاصة بالمنشآت كمصادر للخطر في حين لا يخفى علينا أثر العوامل النفسية للمستثمرين و تسريب المعلومات في حركة هذه السوق آخذين بعين الاعتبار تدني مستوى الوعي الاستثماري حيث يمكن استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الزمني (ICAPM) كداعم لنتائج نموذج المراجحة والذي يقر بأن المستثمرين يكونون

[1] Quotas as reported by the United States Department of Energy

المحافظ الاستثمارية للتحوط ضد الشكوك المتعلقة بأسعار السلع والخدمات إضافة لمستقبل العوائد المتوقعة وفرص العمل المستقبلية .

iv. على الرغم من أننا في سوريا لازلنا نبني اللبنات الأولى للسوق المالي ولا نملك سوقاً للسلع لكننا يجب أن ندرك بأننا نملك قدراً واسعاً من السلع القادرة على منافسة السلع العالمية مثل (القمح ، القطن ، الزيتون ،....) التي يمكنها أن تصنع سوقاً للسلع يوازي بأهميته أسواق عالمية لا يمكن الاستهانة بأثرها لذلك علينا كمراقبين لما يدور في أروقة الأسواق المالية العالمية والعربية الاستفادة من كافة التجارب والأزمات التي مرت بها تلك الأسواق وآليات المستخدمة في تجنبها .

- **التوصيات :**

١. إن إدراك المستثمر للعلاقة التي تربط سوق الأسهم المالي بسوق السلع بشكل عام وبسوق النفط بشكل خاص توفر له الآتي :

- توفير قاعدة بيانات أولية عن حركة أسعار الأسهم مما يمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد وخاصة فيما يتعلق ببيع وشراء الأسهم إضافة للقدرة على تكوين محافظ استثمارية تتناسب مع ميولهم وأولوياتهم ويذكر بأن الأسواق الخليجية والسعودية تتحرك وفقاً للتغيرات في أسواقها النفطية من خلال الأسعار والإنتاج [٢]، فعلى سبيل المثال وفيما يتعلق بسوق الأسهم السعودي يتجه المستثمر المضارب إلى الاستثمار في شركات الاستثمار الصناعي والصناعات البتروكيماوية ، في حال يتجه المستثمر المتحوط نحو الاستثمارات الأكثر آمناً مثل البنوك والخدمات المالية ،الاتصالات مع الآخذ بعين الاعتبار كافة المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية المحلية والخارجية وأثرها على السوق المالي وبالتالي على أسعار الأسهم فيه خاصة في ظل التحدث عن العولمة الاقتصادية.

- تكوين محفظة استثمارية من الأدوات الاستثمارية المتضمنة في سوقيّ الأسهم والسلع يوفر للمستثمر إمكانية التخلص من المخاطر المنتظمة (التضخم ، البطالة ، أسعار الفائدة ، وغيرها) من خلال التنويع الدولي .

٢. على المستثمر امتلاك الخبرة التقنية الكافية التي تمنحه القدرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية الناجعة بما يضمن له الاستمرارية في أسواق المال على اختلاف أنواعها مع العلم إن قرارات المستثمرين في الأسواق العربية ومنها سوق الأسهم السعودي تُتخذ بناء على مجموعة من العوامل التي لا صلة لها بالنتائج المالية المحققة للشركات مثل العامل الديني ، الإشاعات ، سياسة القطيع وغيرها ، لذا من الضروري الاستعانة بخبير أو محلل مالي لإدارة استثماراته إن لم يملك تلك الخبرة .

٣. تم ردف المستثمرين والمحللين بمجموعة من النماذج التي تمكنه من دراسة وتفسير تقلبات أسعار الأسهم مثل نموذج القيمة المعرضة للخطر (VAR) ، نموذج المراجحة (APT) ، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ...الخ على اعتبار أن كل منها سيقدم معلومة

---

[٢] مرجع سابق .

ذات أهمية عالية للمستثمرين في أسواق المال وخاصة فيما يتعلق بالعائد والمخاطرة وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

- لابد أن نذكر ضرورة الاتجاه في توظيف الإيرادات النفطية العربية على أسس اقتصادية في الاستثمار الصناعي والزراعي والخدمي سواء في البلدان العربية المصدرة للنفط أو في البلدان العربية المستقبلة للاستثمارات لبناء نهضة اقتصادية إقليمية ترفع مستويات معيشة المواطنين العرب وتكافح الفقر وتقلص العوامل المؤدية لتصاعد العنف والتطرف، وتعود على أصحاب الأموال المستثمرة على أسس اقتصادية، بعوائد ضخمة لا تقل عما يحصلون عليه لدى استثمارها في البلدان الأجنبية،إضافة لتطوير مناخ الاستثمار في البلدان العربية حتى تكون عملية استبقاء الأموال العربية في المنطقة العربية قائمة على أسس اقتصادية وليس بناء على قرارات إدارية أو عواطف لا تعترف بها رؤوس الأموال، كما أن العمل بعزم حقيقي لبناء سوق عربية مشتركة تتحرك فيها رؤوس الأموال بحرية وضمانات كاملة في الفضاء الاقتصادي العربي الفسيح، يمكن أن يساعد على زيادة حصة المنطقة العربية من الفوائض النفطية.

المراجع

المراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب

١. د.أبو العلا . إبراهيم ،١٩٦٠ ، بورصات الأوراق المالية و القطن ،الطبعة الأولى القاهرة.
٢. محمد علي أللثيمي ،٢٠٠٥ ، النظرية الاقتصادية الجزئية ، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية.
٣. حسين عوض الله. زينب ، ١٩٩٨،اقتصاديات النقود والمصارف ،الدار الجامعية للنشر، بيروت.
٤. د.رضوان . سمير عبد الحميد ،١٩٩٦ ،الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية ، كتاب العربية .
٥. د. خليل شرف الدين ، الإحصاء الوصفي ، شبكة الأبحاث والدراسات الاقتصادية .
٦. محمود .محمد الداغر،٢٠٠٥،الأسواق المالية ،دار الشروق للنشر ،عمان .
٧. د.الشعار. نضال ،٢٠٠٢ ،سوق الأوراق المالية "البورصة"،دار الضاد ،حلب.

ثانياً :الدوريات :

A. أ.د.الهيني أحمد & د.محمد بختيار ،٢٠١١ ، أثر تقلبات الإيرادات النفطية في مؤشرا الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية ، مجلد ٤ عدد ٧.
B. د.القاضي .إبراهيم ، ٢٠٠٥، كيف يتم حساب مؤشر الأسهم ، جريدة الرياض الاقتصادي .
C. أباغمي راشد ، ٢٠٠٩، أسواق النفط والمعايير العالمية ، جريدة الاقتصادية السعودية ، عدد رقم ٥٨٧١.

ثالثاً: المواقع الالكترونية :

i. AR.Wikiipedia.org
ii. www.aeqt.com
iii. www.egx.com.eg
iv. www.investorwords.com

v. www.iea.org

vi. www.londonstockexchange.com

vii. www.OPEC.Org

viii. www.ssrn.com

ix. www.tadawul.com.sa

رابعاً: رسائل علمية :

a. د. مهنا إبراهيم بن عبد العزيز (مستشار وزير النفط والثروة المعدنية في السعودية) ،٢٠٠٩، ،التطورات الحديثة والمستقبلية في أسواق البترول العالمية ، ملتقى العشرين لأساسيات صناعة النفط والغاز المنظمة العربية للدول المصدرة للبترول أوبك .

b. الباحث محفوظ علاء الدين ،٢٠٠٩، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري ،مصر ،وزارة التجارة والصناعة (قطاع سياسات تنمية الصادرات).

c. الباحث رفاعة تامر ، ٢٠٠٩، رسالة ماجستير بعنوان متطلبات المحاسبة عن المشتقات المالية حسب معايير المحاسبة الدولية وإمكانية تطبيقها في سوريا ، جامعة دمشق.

d. د.الغنام حمد ،٢٠٠٢ ، تحليل السلاسل الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية ، جامعة الملك سعود.

e. السحيباني صالح ،٢٠٠٧ ، سوق الأسهم والنمو الاقتصادي (علاقة الارتباط والسببية)،اللقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية (الخدمات المالية في المملكة السعودية).

f. قياس دور البورصة في الأداء التنموي للاقتصاد القومي وأثر الأزمة العالمية عليه ، ٢٠٠٨، جامعة القاهرة .

g. موسوعة مقاتل من الصحراء ، البترول اقتصادياً،تأثير صناعة البترول على اقتصاديات الدول ، الفصل الخامس ، أسعار البترول في ظل قوانين السوق و آثرها على الاقتصاد العالمي.

خامساً:التقارير :

- تقرير خبراء صندوق النقد الدولي لأسواق المال ،أسعار النفط أهم العوامل المؤثرة في أرباح الأسهم الخليجية ، ٢٠٠٥.
- تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي للتطورات الاقتصادية خلال الربع الثالث لعام ٢٠٠٨ .

- التقرير الرابع والأربعين لعام ٢٠٠٨ ، مؤسسة النقد العربي السعودي .
- التقارير السنوية والربعية والشهرية لسوق التداول السعودي ٢٠٠٧ و٢٠٠٨ و٢٠٠٩.
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد الصادر في عام ٢٠٠٩ .
- التقرير الخامس والأربعين لعام ٢٠٠٩، مؤسسة النقد العربي السعودي .
- تقرير شركة سامبا ديسيمبر عام ٢٠٠٩ .

المراجع باللغة الانكليزية :

1. A Primer on Value at Risk, 5 April 2010,The Financial Professional Post .
2. Attiya Y. Javid, Eatzaz Ahmad,2009, International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 25 (2009), Testing Multifactor Capital Asset Pricing Model in Case of Pakistani Market.
3. Bachelor's thesis , Mauri Paavola , 2006 ,TESTS OF THE ARBITRAGE PRICING THEORY USING MACROECONOMIC VARIABLES IN THE RUSSIAN EQUITY MARKET.
4. Bernd Hayo and Ali. M .Kutan .2005."The impact of news, oil prices and global market developments on Russian Financial Market ".
5. Charles M. Jones and Gautam Kaul .1996."Oil and the Stock markets", The Journal of Finance.
6. Chu Chia ;Chung Fang ;Hui Pei Cheng ,30 Sep 2009 ,Relationships between oil price shocks and stock market ,An Empirical Analysis from the Greater China.
7. Daniel Donos, Apr 2009, Oil Price Shocks and Stock Market.
8. David Harper ,27 May 2010,investopedia, An Introduction To Value at Risk (VAR).
9. Doe Weekly Petroleum Status Report as Published the Oil & Gas Journal Statistic, 2000.
10. Hammoudeh, Li, 2005, Oil sensitivity and systemic risk in oil sensitive stock indices, Journal of Economic and Business 57(2005)1-21

11. Ibrahim A. Onour .2007."Impact of Oil Price Volatility on Gulf cooperation council Stock s return ".
12. International Energy Agency .2004."Analysis of the impact of high oil price on the global economy ".
13. J.D.Cabedo and I.Moya ,2003,Estimiting oil price Value at Risk using the Historical Simulation approach ,Energy Economics ,V25,239-253.
14. Jones ,Kaul ,1996,Oil and Stock Markets ,The Journal of finance ,Vol LI ,NO.2.June 1996.
15. Law & Valuation Financial Valuation In legal Contexts ,2003.
16. Matiur Rahman and Muhammad Mustafa .(2008)."Influences of money supply and oil price on U.S. stock market , North American Journal and Banking Research.
17. Ming ,Chien and Wan-Hsiu ,2010, Modeling Value-at-Risk for oil Prices Using a Bootstrapping Approach ,International Research Journal of finance and Economic ,(ISSN 1450-2887),Issue 40 (2010).
18. Mohammad Arouri &Christophe RaulT, June 2009 ,On the influence of oil prices on stock markets - Evidence from panel analysis in GCC countries.
19. Mohan Nandha , Harminder Singh , May 2011 , Oil price and stock market returns: The Chinese market.
20. Randi N_s, Johannes A. Skjeltorp and Bernt Arne _degaard, Nov 2009 , What factors affect the Oslo Stock Exchange.
21. Regulators Moring to Crude Speculation Oil Trading Reuters, 17 .2008.
22. Somoye, Akintoye, Oseni, 2009, International Research Journal of finance – Issue 30(2009), Determinants of Equity Prices in the Stock Markets.
23. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, Finance Marketing Theories & Evidence Theory ,The Arbitrag Pricing Theory ,Chapter 9 P.1.

24. Timothy, Robert, 1999, Oil price risk and the Australian stock market, Journal of Energy Finance and Development, 4(1999) 69-87.